

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, ARUS KAS BEBAS,  
INVESTMENT OPPORTUNITY SET TERHADAP KEBIJAKAN  
DIVIDEN PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR  
DI IDX HIGH DIVIDEND 20**



**SKRIPSI**

*Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Melakukan Penelitian dan  
Mendapatkan Gelar Sarjana Manajemen Jurusan Manajemen pada Fakultas  
Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Alauddin Makassar*

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI  
**ALAUDDIN**  
M A K A S S A R

**OLEH:**

**DEWI PUTRIANI NUR**

**90200114150**

**JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI ALAUDDIN MAKASSAR  
2019**

## PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI

Mahasiswa yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : DEWI PUTRIANI NUR

NIM : 90200114150

Tempat/Tgl. Lahir : Ujung Pandang, 27 Agustus 1996

Jurusan : Manajemen

Fakultas/Program : Ekonomi dan Bisnis Islam / Strata Satu (S1)

Alamat : Jalan Manunggal 22

Judul Skripsi : Pengaruh Kepemilikan Institusional, Arus Kas Bebas, *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di IDX *High Dividend 20*

Menyatakan dengan sesungguhnya dan penuh kesadaran skripsi ini benar adalah hasil karya penulis sendiri. Jika dikemudian hari terbukti bahwa merupakan duplikat tiruan, plagiat, atau dibuat orang lain, sebagian atau seluruhnya, maka skripsi dan gelar yang diperoleh karenanya batal dengan hukum.

Makassar, Maret 2019

Penulis,

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI  
**ALAUDDIN**  
M A K A S S A R

**DEWI PUTRIANI NUR**

NIM. 90200114150

### PENGESAHAN SKRIPSI

Skripsi yang berjudul **“Pengaruh Kepemilikan Institusional, Arus Kas Bebas, *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di IDX *High Dividend 20*”** yang disusun oleh Dewi Putriani Nur, NIM: 90200114150, mahasiswa Jurusan Manajemen pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Alauddin Makassar, telah diuji dan dipertahankan dalam sidang *Munaqasyah* yang diselenggarakan pada hari Jumat, 22 Maret 2019, bertepatan dengan 15 Rajab 1440 H, dinyatakan telah dapat diterima sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar sarjana dalam Ilmu Ekonomi dan Bisnis Islam Jurusan Manajemen.

Makassar, 22 Maret 2019 M.  
15 Rajab 1440 H.

#### DEWAN PENGUJI :

Ketua	: Prof. Dr. H. Ambo Asse, M.Ag.	(.....)
Sekretaris	: Prof. Dr. H. Muslimin Kara M.Ag.	(.....)
Munaqisy I	: Dr. Hj. Rika Dwi Ayu Parmitasari, S.E., M.Comm	(.....)
Munaqisy II	: Dr. Hasbiullah, SE., M. Si.	(.....)
Pembimbing I	: Dr. Alim Syahriati, SE., M. Si.	(.....)
Pembimbing II	: Mustafa Umar, S. Ag, M. Ag.	(.....)

Diketahui oleh :

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam  
UIN Alauddin Makassar



Prof. Dr. H. Ambo Asse, M.Ag  
NIP. 19581022 198703 1 002

## KATA PENGANTAR

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Puji syukur penulis panjatkan kehadiran Allah Subhana Wata'ala karena berkat rahmat dan karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi ini. Salawat beserta salam semoga senantiasa terlimpah curahkan kepada Nabi Muhammad SAW, yang menjadi suri teladan bagi seluruh umat muslim dalam berbagai aspek kehidupan.

Skripsi dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Arus Kas Bebas, *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di *IDX High Dividend 20*” penulis ajukan untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh gelar Sarjana Manajemen pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Universitas Islam Negeri Alauddin Makassar.

Dalam penyusunan dan penulisan skripsi ini tidak terlepas dari bantuan, bimbingan serta dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu dalam kesempatan ini penulis dengan senang hati menyampaikan terima kasih yang banyak teruntuk kedua orang tuaku, Bapak dan Mamaku tercinta yang memberikan kasih sayang dan cinta yang teramat mendalam untuk saya atas jasa-jasanya, kesabaran, doa dan tidak pernah lelah dalam mendidik dan memberikan cinta yang tulus dan ikhlas kepada penulis. Terima kasih pula kepada berbagai pihak, diantaranya:

1. Bapak Prof Dr. Musafir Pababbari, M.Si, selaku rektor Universitas Islam Negeri Alauddin Makassar beserta Wakil Rektor I, II, dan III, yang telah menyediakan segala fasilitas selama perkuliahan sampai pada tahap akhir.

2. Bapak Prof. Dr. H. Ambo Asse, M. Ag selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Universitas Islam Negeri Alauddin Makassar.
3. Ibu Dr. Hj. Rika Dwi Ayu Parmitasari, SE., M.Comm. selaku ketua jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Alauddin Makassar.
4. Bapak Achmad Efendi, SE., MM yang meluangkan waktu dan kesempatannya untuk memberikan nasehat-nasehat dan motivasi-motivasi akademik kepada penulis.
5. Bapak Dr. Alim Syariati, M. Si. selaku dosen pembimbing I yang telah memberikan motivasi dan arahan yang baik dalam penyusunan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
6. Bapak Mustafa Umar, S. Ag., M. Ag. selaku dosen pembimbing II yang telah memberikan motivasi dan arahan yang baik dalam penyusunan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
7. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Alauddin Makassar yang telah membekali penulis berbagai ilmu selama mengikuti perkuliahan sampai akhir penulisan skripsi.
8. Seluruh Staf Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Alauddin Makassar yang telah banyak membantu penulis selama mengikuti perkuliahan dan penulisan skripsi ini.
9. Saudara-saudara tercinta Hendra Gunawan dan Muh. Arbi Aksan, serta sepupu saya Astuti Ramadani yang telah banyak memberikan dukungan,

kasih sayang dan bantuan baik secara moril maupun materil selama perkuliahan sampai skripsi ini dapat terselesaikan.

10. Seluruh teman-teman Jurusan Manajemen, semua anggota kelas Manajemen D, dan terkhusus kepada sahabatku dikelas Arif, Tifa, dan Tina, atas kebersamaan dan bantuan yang berarti bagi penulis, serta dia yang telah memberikan dukungan, semangat dan motivasi, yang sangat berarti bagi penulis.
11. Teman-teman tercinta Etti dan Ika yang selalu memberikan dukungan dan motivasi-motivasi yang berarti. Dan teman-teman KKN angkatan 58 yang selalu memberikan dukungannya.
12. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu yang telah banyak membantu dalam penyusunan skripsi ini.

Semoga Allah SWT memberikan balasan yang berlipat ganda kepada semuanya. Semoga penulisan ini dapat bermanfaat dalam dunia pendidikan dan pelaksanaan pembelajaran terkhusus bagi penulis.

Makassar. Maret 2019

Penulis,

DEWI PUTRIANI NUR  
NIM: 90200114150

## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN SAMPUL.....</b>	<b>i</b>
<b>PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI.....</b>	<b>ii</b>
<b>KATA PENGANTAR.....</b>	<b>iii</b>
<b>DAFTAR ISI.....</b>	<b>v</b>
<b>DAFTAR TABEL .....</b>	<b>vii</b>
<b>ABSTRAK .....</b>	<b>ix</b>
<b>BAB I PENDAHULUAN.....</b>	<b>1-19</b>
A. Latar Belakang .....	1
B. Rumusan Masalah .....	7
C. Hipotesis.....	8
D. Definisi Operasional.....	12
E. Kajian Pustaka.....	15
F. Tujuan Penelitian .....	18
G. Manfaat Penelitian .....	18
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>21-35</b>
A. Teori Keagenan ( <i>Agency Theory</i> ) .....	21
B. <i>Signaling Theory</i> .....	22
C. <i>Bird in the hand Theory</i> .....	23
D. Kebijakan Dividen .....	25
E. Kepemilikan Institusional .....	27
F. Aliran Kas Bebas ( <i>Free Cash Flow</i> ).....	28
G. <i>Investment Opportunity Set</i> .....	29
H. Kerangka Konseptual .....	31
<b>BAB III METODOLOGI PENELITIAN.....</b>	<b>37-50</b>
A. Jenis dan lokasi penelitian.....	37
B. Populasi dan Sampel .....	37
C. Jenis dan Sumber Data Penelitian.....	39
D. Metode Pengumpulan Data .....	39
E. Pengukuran Variabel .....	39
F. Teknik Pengelolaan Dan Analisis Data .....	42
<b>BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>52-80</b>
A. Gambaran Umum Objek Penelitian .....	52
B. Hasil Analisis Data.....	64
1. Estimasi Model Regresi Data Panel .....	64
2. Pemilihan Model Regresi Data Panel.....	66
3. Uji Asumsi Klasik .....	69
4. Uji Regresi Linear Berganda .....	73

C. Pembahasan Hasil Penelitian .....	76
<b>BAB V PENUTUP .....</b>	<b>82-83</b>
A. Kesimpulan .....	82
B. Saran.....	83

**DAFTAR PUSTAKA**

**LAMPIRAN**

**DAFTAR RIWAYAT HIDUP**



UNIVERSITAS ISLAM NEGERI  
**ALAUDDIN**  
 M A K A S S A R



## DAFTAR TABEL

Tabel 1 Daftar Emiten Pemberi Dividen Terbesar dan Emiten Pemberi dividen Terkecil Tahun 2016 .....	3
Tabel 2 Kajian Pustaka.....	39
Tabel 3 Sampel Penelitian.....	37
Tabel 4 <i>Common Effect Model</i> .....	64
Tabel 5 <i>Fixed Effect Model</i> .....	64
Tabel 6 <i>Random Effect Model</i> .....	65
Tabel 7 Uji <i>Chow Test</i> .....	66
Tabel 8 Uji <i>Lagrange Multiplier</i> .....	68
Tabel 9 Uji Multikolienaritas .....	70
Tabel 10 Uji Heterokedastisitas .....	71
Tabel 11 Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ).....	73
Tabel 12 Uji Regresi Secara Simultan (Uji F) .....	73
Tabel 13 Uji Secara Parsial (Uji T).....	74



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1 Kerangka Konseptual .....	35
Gambar 2 Uji Normalitas .....	69
Gambar 3 Uji Autokorelasi .....	72



## ABSTRAK

**Nama : Dewi Putriani Nur**

**NIM : 90200114150**

**Judul : Pengaruh Kepemilikan Institusional, Arus Kas Bebas, *Investment Opportunity Set*, Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di *Idx High Dividend 20***

---

Salah satu tujuan investor berinvestasi di pasar modal adalah untuk mendapatkan keuntungan, keuntungan yang akan diterima oleh investor terbagi menjadi dua salah satunya yaitu dividen, dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, selain itu juga dividen memegang peranan penting dalam struktur permodalan perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menguji pengaruh kepemilikan institusional, arus kas bebas, *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *idx high dividend 20*.

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di *idx high dividend 20* selama 4 tahun yakni 2014 sampai 2017. Sampel penelitian ditentukan dengan metode sampling jenuh, dan mengambil seluruh populasi yang ada yaitu sebanyak 20 perusahaan. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda dengan bantuan program EVIEWS 9.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) secara simultan kepemilikan institusional, arus kas bebas, *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (2) kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, (3) arus kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, (4) *investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

**Kata Kunci:** Kepemilikan Institusional, Arus Kas Bebas, *Investment Opportunity Set*, kebijakan dividen.

## BAB 1

### PENDAHULUAN

#### A. Latar Belakang

Salah satu tujuan investor berinvestasi di pasar modal adalah untuk mendapatkan keuntungan, keuntungan yang akan diterima oleh investor terbagi menjadi dua yaitu, dividen dan *capital gain* (Cristian, 2004). Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan, dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Dividen yang dibagikan perusahaan dapat berupa dividen tunai, artinya untuk pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah untuk setiap lembar saham. Sedangkan *capital gain* adalah suatu keuntungan atau laba yang diperoleh dari investasi dalam surat berharga atau efek, seperti saham, obligasi, atau dalam bidang properti, dimana nilainya melebihi harga pembelian (Sullivan dan Arthur, 2003). *Keuntungan ini didapat dari selisih antara harga jual yang lebih tinggi dan harga pembelian yang lebih rendah sehingga mampu menghasilkan keuntungan bagi investor tersebut.*

Investasi saham cukup menggiurkan bagi kalangan menengah keatas, karena bisa memberikan keuntungan yang besar dalam waktu singkat namun memiliki resiko yang tinggi yang bisa menyebabkan kerugian. Istilah *high risk high return* menunjukkan bahwa investor harus menganalisa dengan baik jika ingin terhindar dari resiko yang tinggi (Darmadji, 2001). Pada akhirnya pilihan saham yang ditentukan oleh investor tergantung dari preferensinya sendiri.

Invertor yang menyukai pola investasi yang tenang dan berjangka panjang akan cenderung memilih saham dari emiten kelompok *blue chip* dengan reputasi bisnis jangka panjang dan memiliki kebijakan pembagian dividen (*dividend policy*) yang menarik. Sedangkan investor yang memilih *capital gain* akan lebih agresif dan cenderung memilih saham-saham yang berprospek bagus dan saat ini nilai valuasi sahamnya relatif rendah sehingga memungkinkan terjadinya kenaikan harga saham yang cukup menggiurkan keuntungannya (Arum, 2013).

Laba yang dihasilkan pada laba ditahan akan digunakan perusahaan untuk diinvestasikan kembali pada aktiva yang diuntungkan, sedangkan laba yang dialokasikan pada dividen yang akan dibagikan kepada investor sebagai *return* atas dana yang diinvestasikan dalam bentuk saham (Harahap, 2008). Kebijakan dividen menyediakan informasi tentang performa suatu perusahaan, maka perusahaan mungkin tidak dapat mempertahankan dana yang cukup untuk membiayai pertumbuhan dimasa yang akan mendatang. Sebaliknya, maka saham perusahaan menjadi tidak menarik bagi perusahaan serta perusahaan harus dapat mempertimbangkan besarnya laba yang akan ditahan untuk mengembangkan perusahaannya (Nurmala, 2006).

Jika perusahaan yang kepemilikan sahamnya dimiliki oleh masyarakat, maka kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang sangat penting bagi investor dan perusahaan yang akan membayar dividen (Puspita, 2009). Isu tentang dividen sangat penting dalam berbagai alasan diantaranya, perusahaan mengemukakan dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan dimasa yang

akan datang, selain itu juga dividen memegang peranan penting dalam struktur permodalan perusahaan (Saxena, 1999).

Apabila perusahaan mampu menghasilkan laba yang cenderung stabil di setiap periode, maka perusahaan bisa memutuskan untuk membagikan dividen. Namun apabila perusahaan tidak mampu menghasilkan laba dengan konsisten, maka sebaiknya perusahaan bermain aman untuk tidak membagikan dividen (Mgbame, 2011). Berikut tabel pembagian dividen terbesar dan pembagian dividen terkecil pada tahun 2016.

**Tabel 1**  
**Daftar emiten pemberi dividen terbesar dan emiten pemberi dividen terkecil tahun 2016**

No	Emiten pemberi dividen terbesar	Nilai (Rp miliar)	Emiten pemberi dividen terkecil	Nilai (Rp miliar)
1	BBRI	7.619,32	MFMI	1,66
2	BMRI	6.100,49	SDPC	2,18
3	BBCA	2.588,77	BBYB	3,73
4	BBNI	2.266,64	GMTD	4,56
5	PGAS	2.213,73	IGAR	4,86
6	ADRO*	996,76	CSAP	7,23
7	ITMG*	839,37	MLPT	13,12
8	BJBR	822,24	TINS	30,47
9	BJTM	641,46	SDRA	40,57
10	PTBA	610,77	MERK	44,8

Sumber: Bisnis.com, Tahun 2016

Pada tabel di atas menunjukkan, mengenai emiten yang memberikan dividen besar dan emiten yang memberikan dividen kecil, bagi investor jumlah rupiah yang diterima dari pembayaran dividen resikonya lebih kecil, sehingga jika emiten memberikan dividen yang tinggi itu dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek tingkat keuntungan yang baik. Tetapi jika emiten membagikan dividen kecil, maka harga sahamnya cenderung mengikuti naik turunnya pembagian dividen. Besarnya dividen yang dibayarkan dapat menjadi informasi yang kurang baik bagi perusahaan. Dari tabel diatas data yang dihimpun pembagian dividen tak kurang dari Rp26,78 triliun, dana tersebut dibagikan bagi pemegang saham yang diperoleh dari laba bersih dari tahun kemarin.

Pembagi dividen terbesar disumbang oleh enam emiten perbankan dari sepuluh perusahaan, diantaranya empat bank raksasa yang menjadi pengucur dividen tertinggi yakni PT Bank Rakyat Indonesia Tbk (BBRI) senilai Rp7,61 triliun, PT Bank Mandiri Tbk (BMRI) senilai Rp6,1 triliun, PT Bank Central Asia Tbk (BBCA) senilai Rp2,58 triliun, dan PT Bank Negara Indonesia Tbk (BBNI) senilai Rp2,26 triliun. Selain bank diatas dua emiten lain juga menjadi penyumbang dividen terbesar, yaitu PT Perusahaan Gas Negara Tbk (PGAS) senilai Rp2,21 triliun, dan PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk (PTBA) senilai Rp610,77 miliar.

Masalah kebijakan dividen berkaitan dengan masalah keagenan (*agency conflict*), pemegang saham menunjuk manajer untuk mengelola perusahaan agar dapat meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan para pemegang saham (Putri dan Nasir, 2016). Dalam mengawasi dan memonitor perilaku manager,

pemegang saham harus bersedia mengeluarkan kos pengawasan yang disebut *agency cost*. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan ada tiga biaya keagenan, diantaranya: *monitoring cost* (biaya monitoring) yaitu biaya untuk membatasi aktivitas yang dilakukan agen, *bonding cost* (biaya hutang) yaitu biaya karena penggunaan hutang oleh manajemen dan pengeluaran karena hilangnya keindependenan atau efesiensi (*residual loss*).

Untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer dapat dilakukan dengan menggunakan alat kontrol yaitu keputusan untuk mempengaruhi dividen. Biasanya, konflik ini terjadi karena adanya kepentingan antara pemegang saham yang tertarik untuk mendapatkan dividen dan manajer yang akan lebih memilih untuk mempertahankan pendapatannya (Rika, 2011). Sehingga teori agensi ini menunjukkan bahwa dividen dapat meningkatkan kepemilikan institusional untuk menyelesaikan masalah keagenan yang terjadi.

Kebijakan pembayaran dividen merupakan keputusan besarnya porsi laba yang telah disesuaikan dengan posisi kas perusahaan untuk dibagikan kepada pemegang saham (Raisa, 2006). Manajer memiliki insentif untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun memberikan *net present value* negatif (Jensen, 1986). *Overinvestment* semacam ini dilakukan dengan menggunakan dana yang dihasilkan dari sumber internal perusahaan yaitu *free cash flow* (aliran kas bebas) untuk menghindari pengawasan yang berhubungan dengan penambahan modal dari luar perusahaan (Dini, 2009).



Berbagai kondisi perusahaan dapat mempengaruhi nilai *free cash flow*, misalnya bila perusahaan memiliki aliran kas bebas tinggi dengan tingkat pertumbuhan rendah maka *free cash flow* ini seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham, tetapi bila perusahaan memiliki aliran kas bebas (*free cash flow*) tinggi dan tingkat pertumbuhan tinggi maka aliran kas bebas ini dapat ditahan sementara dan bisa dimanfaatkan untuk investasi pada periode mendatang (Ross et al, 2000). Karena kondisi tersebut di atas, maka mengindikasikan bahwa adanya *free cash flow* yang besar dalam suatu perusahaan belum tentu menunjukkan bahwa perusahaan tersebut akan membagikan dividen dengan jumlah yang lebih besar dibandingkan dengan ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang kecil (Dini, 2009).

Cara lain dalam mengurangi permasalahan agensi (*agency conflict*) adalah dengan meningkatkan utang (Jensen & Meckling, 1976). Semakin besar utang maka perusahaan harus mencadangkan lebih banyak kas untuk membayar bunga serta pokok pinjaman sehingga akan memperkecil dana yang menganggur (Gede dan Ketut, 2016). Berdasarkan *agency theory*, perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi cenderung akan memberikan dividen yang rendah karena pihak manajemen beranggapan bahwa dana tersebut lebih baik diinvestasikan kedalam laba ditahan demi kelangsungan hidup perusahaan. Istilah *investment opportunity set* (IOS) muncul setelah dikemukakan oleh Myers dengan memandang nilai perusahaan sebagai sebuah kombinasi aset yang dimiliki dengan pilihan investasi dimasa yang akan datang (Myers, 1977). Apabila kondisi perusahaan sedang bagus maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih

investasi baru dibandingkan membayar dividen yang tinggi (Suharli, 2007). Semakin besar laba perusahaan maka semakin besar perusahaan membayar dividen (Jensen et al, 1992).

Hasil penelitian terkait dengan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dilakukan oleh beberapa peneliti, seperti yang dilakukan oleh Embara, Wiagustini dan Badjra (2012) yang menemukan bukti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, tetapi kebijakan institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap harga saham. Hasil penelitian Putri dan Nasir (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Rahmandia (2013) yang menguji faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham perusahaan disektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2007-2011.

Dengan demikian berdasarkan fenomena yang ada saat ini maupun hasil kontribusi yang nyata untuk membuktikan apakah terjadi penguatan konsistensi terhadap teori yang terjadi selama ini atau sebaliknya. Dengan demikian, maka dalam penelitian ini peneliti mengambil judul “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Arus Kas Bebas dan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI Pada Tahun 2014-2017”.

## **B. Rumusan Masalah**

Dari uraian latar belakang di atas dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut:

1. Apakah kepemilikan institusional, arus kas bebas, *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan dividen?

2. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
3. Apakah arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
4. Apakah *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen?

### C. Hipotesis Penelitian

1. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Arus Kas Bebas, *Investment Opportunity Set*, terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Murhadi (2008), kepemilikan institusional merupakan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, dana pensiun, atau perusahaan lain). Kepemilikan institusional proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase (Listyani, 2003). Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manager, yaitu manager melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya (Scott, 2000).

*Free cash flow* adalah kas yang tersedia dalam perusahaan yang sudah terbebas dari pajak serta biaya-biaya lain dalam perusahaan. Dini (2009) menyebutkan bahwa porsi kas yang benar-benar tersedia bagi para pemegang saham akan tergambar pada arus kas bebas. Semakin besar aliran kas bebas yang tersedia maka dividen yang akan dibagikan juga akan semakin besar.

Hartono (2003) menyatakan kesempatan investasi atau *investment opportunity set* menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2011), selama

satu tahun mungkin perusahaan membayarkan nol dividen karena perusahaan membutuhkan uang untuk mendanai peluang investasi yang baik tetapi pada tahun berikutnya perusahaan mungkin membayarkan dividen dalam jumlah besar karena peluang investasi yang buruk dan tidak perlu menahan banyak uang

H1 : Kepemilikan Institusional, Arus Kas Bebas, *Investment Opportunity Set*, berpengaruh secara simultan terhadap Kebijakan Dividen.

## 2. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan institusional proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase (Listyani, 2003). Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manager, yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya (Scott, 2000).

Menurut Ismiyanti dan Hanafi (2003), menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi *agency cost*. Hal ini berlainan dengan penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena kepemilikan institusional lebih mementingkan stabilitas pendapatan melalui pembagian dividen.

Penelitian Crutchley et al (1999), yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen karena semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga mengurangi kos keagenan dan perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang rendah. Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen

### 3. Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen

Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar. Semakin kuat posisi kas perusahaan, berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan kas tersebut diinvestasikan kembali pada aset-aset perusahaan untuk meningkatkan insentif yang diterima dan meningkatkan omzet penjualan, sedangkan pemegang saham lebih menginginkan kas tersebut dibagikan sebagai dividen.

Penelitian mengenai *free cash flow* dengan kebijakan dividen di Indonesia dilakukan oleh Nurdiana (2007) yang menemukan bahwa *free cash flow*, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. peningkatan laba bersih perusahaan akan meningkatkan tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen bagi investor .

Menurut Partington (1989). Rasio profitabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Stabilitas keuntungan adalah penting untuk mengurangi risiko apabila terjadi penurunan laba yang memaksa manajemen untuk memotong dividen. Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dengan yakin dan mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka. Oleh karena itu, semakin tinggi rasio profitabilitas maka semakin besar dividen yang dibagikan kepada investor. Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H3 : Arus Kas Bebas berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen

#### 4. *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan, bahkan untuk mengatasi masalah *underinvestment*. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*.

Penelitian Wirjolukito et al. (2003) mengukur pemanfaatan kesempatan investasi dapat diukur dengan peningkatan aktiva tetap bersih. Hal ini sesuai dengan format laporan arus kas (*statement of cash flow*) yang mengukur investasi dari aktiva tetap berwujud dan investasi jangka panjang (Suharli 2007). Hasil penelitian Wirjolukito et al. (2003) menemukan

hubungan parameter estimasi dan arah variabel peluang investasi kepada kebijakan dividen bernilai positif. Dengan demikian, hal itu dapat memberikan sinyal bagi perusahaan untuk melaksanakan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan di Indonesia dan beberapa negara yang menjadi sampel di dalam penelitian tentang dividen cenderung menggunakan kebijakan dividen untuk memberikan sinyal atas arus kas di masa yang akan datang dan menggunakan arus kas tersebut untuk mendanai investasi yang menguntungkan di masa yang akan datang. Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H4 : *Investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

#### **D. Definisi Operasional Variabel**

Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

##### **1. Variabel independen**

Variabel independen merupakan variabel yang memengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini dinyatakan dengan notasi “X”, yang terdiri dari:

##### **a. Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)**

Kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan

asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Kepemilikan institusional diukur sebagai berikut (Indahningrum dan Ratih, 2009):

$$\text{Kepemilikan institusional} = \frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$$

b. Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Arus kas bebas merupakan kas yang diperoleh dari operasi perusahaan yang tidak dibutuhkan untuk mendanai proyek-proyek yang mempunyai NPV (*net present value*) positif (Rahmawati, 2012). Arus kas bebas diukur sebagai berikut (Sartono, 2001):

$$\text{Free cash flow} = \text{AKO} - \text{PM} - \text{NWC}$$

Keterangan :

Free cash flow : Arus kas bebas

AKO : Aliran kas operasi perusahaan

PM : Pengeluaran modal perusahaan

NWC : Modal kerja bersih perusahaan

c. *Investment Opportunity Set*

*Investment opportunity set* terdiri dari beberapa proksi, proksi yang digunakan pada penelitian ini adalah proksi berbasis harga. Proksi berbasis harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan dinyatakan dalam harga pasar (Fury dan Dina, 2011). *Investment opportunity set* diukur dengan menggunakan proksi *market to book of equity* (MVE/BVE) dengan rumus sebagai berikut (Kallapur dan Trombley, 1999):



$$MVE/BVE = \frac{MC}{TE}$$

MVE/BVE : Rasio market to book value of equity

MVE : *Market Value Equity*

BVE : *Book Value Equity*

MC : Kapitalisasi pasar (lembar saham total asset beredar dikalikan harga penutupan saham)

TE : Total ekuitas

## 2. Variabel Dependen

Variabel dependen (variabel terikat) merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel independen (variabel bebas). Variabel terikat sering disebut sebagai variable output, kriteria, konsekuen, variabel tergantung, variabel terpengaruh, kriteria dan variabel efek (Sugiyono, 2007). Dikatakan variabel terikat karena variabel terikat dipengaruhi oleh variabel independen (variabel bebas). Keberadaan variabel ini dalam penelitian kuantitatif merupakan variabel yang dijelaskan dalam fokus atau topik penelitian. Variabel ini disimbolkan dengan notasi “Y”.

Yaitu:

Dalam penelitian ini yang berfungsi sebagai variabel dependen adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah suatu kebijakan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan guna memenuhi keperluan investasi perusahaan dimasa yang akan datang. Kebijakan dividen dalam penelitian ini

diprosikan dengan *dividend payout ratio* (DPR), dengan rumus sebagai berikut (Sugiyono, 2007):

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

Ket:

DPR: *Dividend Payout Ratio*

DPS: *Dividend Per Share*

EPS: *Earning Per Share*

### E. Penelitian Terdahulu

Fistyarini (2015), melakukan penelitian tentang pengaruh profitabilitas, kesempatan investasi, dan leverage terhadap kebijakan dividen. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa kesempatan investasi memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan model regresi linear berganda.

Fury dan Dina (2012), meneliti perusahaan dengan menggunakan empat variabel yang terdiri dari kepemilikan institusional, *investment opportunity set*, arus kas bebas, dan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menemukan bahwa pada variabel kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen, variabel *investment opportunity set* memiliki hubungan yang negatif terhadap kebijakan dividen, dan arus kas bebas memiliki hubungan yang positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan model regresi linier berganda dan koefisien determinasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Tarmizi dan Agnes (2016), meneliti tentang pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash*

*flow*, dan *profitabilitas* terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen dan *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan model regresi linear berganda.

Indahningrum dan Ratih (2009), dalam penelitiannya yang berjudul pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, pertumbuhan perusahaan, arus kas bebas, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan model regresi dan model empiris. Berdasarkan hasil dari penelitian ini yaitu terdapat pengaruh yang searah antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen, semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin tinggi kebijakan dividen. Arus kas bebas memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap kebijakan dividen, semakin tinggi arus kas bebas maka akan semakin tinggi kebijakan dividen. Hasil ini mendukung teori yang menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan arus kas bebas kepada pemegang saham.

**Tabel 2**

**Penelitian Terdahulu**

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Teknis Analisis Data	Hasil Penelitian
1.	Fistyarini (2015)	pengaruh profitabilitas, kesempatan investasi, dan leverage terhadap kebijakan	Regresi Berganda	Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa kesempatan investasi memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap kebijakan dividen

		dividen		
2.	Fury dan Dina (2012)	Pengaruh kepemilikan institusional, <i>investment opportunity set</i> , arus kas bebas, dan kebijakan dividen	Regresi Berganda	Hasil penelitian ini menemukan bahwa pada variabel kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen, variabel <i>investment opportunity set</i> memiliki hubungan yang negatif terhadap kebijakan dividen, dan arus kas bebas memiliki hubungan yang positif terhadap kebijakan dividen
3.	Tarmizi dan Agnes (2016)	pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, <i>free cash flow</i> , dan <i>profitabilitas</i> terhadap kebijakan dividen	Regresi Berganda	Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen dan <i>free cash flow</i> berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen
4.	Indahningrum dan Ratih (2009)	pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, pertumbuhan perusahaan, arus kas bebas, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen	Regresi Berganda	Berdasarkan hasil dari penelitian ini yaitu terdapat pengaruh yang searah antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen, semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin tinggi kebijakan dividen. Arus kas bebas memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap kebijakan dividen, semakin tinggi arus kas bebas maka akan semakin tinggi kebijakan dividen

## G. Tujuan dan Manfaat Penelitian

### 1. Tujuan Penelitian

Berdasarkan pokok permasalahan di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, arus kas bebas, dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen secara simultan
- b. Mengetahui pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen
- c. Mengetahui pengaruh arus kas bebasterhadap kebijakan dividen.
- d. Mengetahui pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen.

### 2. Manfaat Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian di atas, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat baik secara teoritis maupun praktis bagi semua pihak yang mempunyai kaitan dengan penelitian ini, yakni sebagai berikut:

#### a. Manfaat Teoritis

Melalui penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pengembangan ilmu tentang Manajemen Keuangan, yang berkaitan dengan pengaruh kepemilikan institusional, arus kas bebas, *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen. Sehubungan dengan penggunaan teori pertukaran (*trade of theory*) diharapkan mampu mengungkap kesesuaian teori dan realita yang terjadi. Hasil penelitian ini juga diharapkan dapat digunakan sebagai literature dalam penelitian selanjutnya bagi para akademisi maupun praktisi.

b. Manfaat Praktis

Hasil penelitian ini dapat dijadikan masukan dalam memecahkan masalah praktik sehubungan dengan masalah pada penelitian ini. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi perusahaan mengenai pengaruh kepemilikan institusional, arus kas bebas, *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen dan dijadikan masukan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan.



## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### A. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan adalah teori yang memaparkan tentang pemisahan pengendalian pada perusahaan yang berdampak pada munculnya hubungan antara agen dan prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976). Prinsipal merupakan pemegang saham sedangkan agen adalah manajemen yang melakukan pengelolaan perusahaan (Rahmawati, 2012). Dalam praktiknya sering terjadi suatu konflik antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Konflik tersebut sering terjadi karena manajer cenderung mengutamakan kepentingan pribadi (Rahmawati, 2012). Kepentingan pribadi manajer terlihat melalui kecenderungan manajer untuk menggunakan *free cash flow* untuk *overinvestment* dan untuk memenuhi keinginan pribadi mereka seperti gaji yang lebih tinggi (Richardarson, 2005) .

Konflik yang terjadi mengakibatkan adanya biaya yang harus dikeluarkan oleh pihak pemegang saham, biaya yang harus dikeluarkan antara lain biaya keagenan berupa biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya penjaminan (*bonding cost*) dan kerugian residual (*residual loss*). Biaya Pengawasan adalah biaya untuk mengawasi perilaku manajer melalui pengetatan anggaran, kebijakan kompensasi, serta aturan-aturan operasi. Biaya penjaminan adalah sejumlah biaya yang dikeluarkan pemegang saham untuk menjamin bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang akan merugikan pihak pemegang saham. Sedangkan kerugian residual merupakan penurunan kesejahteraan pemegang saham, karena ketidakselarasan keinginan agen dan prinsipal, sehingga manajer melakukan

tindakan yang menguntungkannya dan merugikan pihak pemegang saham. Konflik keagenan dapat berpengaruh pada menurunnya nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Terjadinya konflik kepentingan antara pemilik dan agen karena memungkinkan agen bertindak tidak sesuai dengan kepentingan principal. Sedangkan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manager karena akan menambah biaya bagi perusahaan dan akan menurunkan keuntungan yang akan diterima pemegang saham (Dewi, 2008). Hal tersebut akan memicu konflik yang dikenal dengan masalah keagenan (*agency problem*). Masalah keagenan (*agency problem*) dapat diatasi oleh pemegang saham dengan melakukan pengawasan secara total terhadap kinerja manager. Pengawasan tersebut membutuhkan biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan dapat berupa pemberian kompensasi tertentu terhadap kinerja manager seperti pemberian bonus kepemilikan perusahaan (saham perusahaan) oleh pemegang saham. Sebagai agen, manager bertanggung jawab memperoleh kompensasi sesuai dengan kontrak.

#### **B. *Signaling Theory***

Teori sinyal mengemukakan bahwa tindakan yang diambil oleh suatu perusahaan memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen menilai suatu prospek perusahaan tersebut. Teori sinyal diasumsikan pada dua unsur yaitu informasi simetris dan informasi asimetris. Informasi simetris adalah situasi dimana investor dan manager memiliki informasi yang identik tentang prospek perusahaan, sedangkan informasi asimetris adalah kondisi dimana



manajer memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan oleh investor (Brigham dan Huston, 2010).

Kebijakan dividen merupakan sinyal yang dilakukan oleh pihak manajemen bagi pemegang saham bahwa badan usaha sedang dalam kondisi baik. Amidu (2007) mengatakan bahwa hanya perusahaan sehat saja yang mampu memberikan sinyal melalui dividen sedangkan perusahaan yang kurang sehat tidak dapat melakukannya karena biaya yang timbul dari *signaling* itu sendiri. Hal ini dapat dijelaskan karena asumsi pada teori ini adalah perusahaan harus membayarkan dividen secara periodik.

### C. *Bird-in-the-hand Theory* (Gordon dan Lintner, 1956).

Salah satu asumsi dari teori Modigliani dan Miller (2002), menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Sementara itu menurut Gordon dan Lintner (1956), tingkat keuntungan yang disyaratkan akan naik apabila pembagian dividen dikurangi, karena investor lebih yakin terhadap penerimaan dividen dari pada kenaikan nilai modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan. Modigliani dan Miller (2002), berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis, investor merasa sama saja apakah menerima dividen saat ini atau menerima *capital gain* di masa yang akan datang, sehingga tingkat keuntungan yang disyaratkan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen.

Menurut Gordon dan Lintner mengapa diberi nama *the bird-in-the-hand fallacy*, karena investor memandang bahwa satu burung di tangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Sementara ini Modigliani dan Miller,

berpendapat bahwa tidak semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama dengan memiliki resiko yang sama, oleh sebab itu tingkat resiko pendapatan mereka di masa yang akan datang bukannya ditentukan oleh kebijakan dividen tetapi ditentukan oleh tingkat resiko investasi baru.

**D. *Tax Preference Theory* (Litzenberger dan Ramaswamy, 1979).**

Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah dari pada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki pertumbuhan tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenai pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan *capital gain* menjadi berkurang. Namun demikian pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan dengan pajak atas dividen, karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen.

Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak atas *capital gain* dan pajak atas dividen. Jadi investor akan meminta tingkat keuntungan setelah pajak yang lebih tinggi terhadap saham yang memiliki *dividend yield* yang tinggi dari pada saham dengan *dividend yield* yang rendah. Oleh karenanya teori ini menyarankan bahwa perusahaan sebaiknya menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen.

## E. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang harus diambil oleh manajemen untuk memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagi semua atau dibagi sebagian untuk dividen dan sebagian lagi tidak dibagi dalam bentuk laba ditahan (Brigham dan Houston, 2010). Pembagian dividen merupakan pembagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham secara pro-rata dan dibayarkan dalam bentuk uang (*dividend cash*) dan atau saham (*dividend stock*), yang besarnya akan ditetapkan berdasarkan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (BEI, 2012).

Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi laba yang diperoleh sebagai dividen berarti akan mengurangi jumlah laba yang ditahan yang akhirnya juga mengurangi sumber dana intern yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Sedang apabila perusahaan tidak membagikan labanya sebagai dividen akan bisa memperbesar sumber dana intern perusahaan dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan. (Sutrisno, 2001).

Dalam syariah islam, dividen disebut dengan nisbah (bagi hasil) yang merupakan salah satu bentuk bagi hasil musyarakah dari keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan. Disebut sebagai musyarakah karena didalamnya terdapat beberapa pemegang saham. Bagi hasil tersebut tidak bisa ditetapkan nilainya pada awal kontrak, tetapi akan dibagikan pada saat perusahaan memperoleh keuntungan yang *riil*. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan.

Sebaliknya apabila perusahaan meningkatkan laba yang ditahan maka akan semakin sedikit dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham.

Dalam kegiatan investasi dianjurkan untuk tidak memakan harta teman kerja atau teman berinvestasi, dan ketika waktu mendapatkan keuntungan telah tiba, dianjurkan untuk membagikan hasil (laba) yang diperoleh kepada pihak yang terkait. Sehingga dalam Al Qur'an surat Al-Baqarah ayat 279, ditegaskan agar dalam segala kegiatan investasi dapat saling memberikan keuntungan satu sama lain.

فَإِنْ لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۖ وَإِنْ تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ  
أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ

Terjemahan:

“Maka jika kamu tidak mengerjakan (meninggalkan sisa riba), Maka Ketahuilah, bahwa Allah dan rasul-Nya akan memerangimu. dan jika kamu bertaubat (dari pengambilan riba), Maka bagimu pokok hartamu; kamu tidak menganiaya dan tidak (pula) dianiaya. (QS Al-Baqarah: 279)”

Dalam ayat di atas disinggung mengenai pembagian keuntungan atau laba perusahaan yang wajib diberikan karena, sebagian keuntungan tersebut merupakan hak orang lain (investor). Pembagian keuntungan disini dapat berupa dividen ataupun *capitan gain* yang nantinya akan dibagikan pada para investor. Sehingga investor dapat menentukan kembali apakah keuntungannya akan digunakan kembali untuk kegiatan operasional perusahaan, dengan tujuan untuk lebih meningkatkan laba perusahaan.

## **F. Kepemilikan Institusional**

Berdasarkan pada tahapan pengurangan konflik keagenan. Kepemilikan institusional sebagai penyelesaian yang paling benar sebab kepemilikan institusional memiliki peranan yang penting pada perusahaan karena dapat mengontrol manajemen dengan pengawasan yang lebih efisien (Shleifer dan Vishny, 1986). Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai sejumlah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi (Listyani, 2003). Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham dalam suatu perusahaan, maka pengawasan yang dilaksanakan oleh pemilik akan semakin efektif sebab manajemen akan semakin berhati-hati (Sujoko dan Soebiantoro, 2007) sebab pihak manajemen akan bekerja untuk pemegang saham.

Investor institusional dibedakan menjadi dua yaitu investor pasif dan investor aktif. Investor aktif merupakan investor yang aktif terlibat dalam pengambilan keputusan strategi perusahaan. Sedangkan investor pasif merupakan investor yang tidak terlalu ingin terlibat dalam keputusan perusahaan. Keberadaan investor institusional yang mampu menjadi alat monitoring yang efektif bagi manajemen, tidak jarang bahwa kegiatan investor mampu meningkatkan nilai perusahaan (Pozen, 1994).

Pengawasan terhadap kebijakan yang dilakukan oleh manajer akan lebih kuat apabila kepemilikan saham bersifat mayoritas. Apabila investor institusional tidak merasa puas akan kinerja manajer maka mereka dapat menjual sahamnya. Meningkatnya aktivitas institusional investor didukung oleh upaya untuk meningkatkan tanggung jawab insider (Karinaputri, 2012). Kepemilikan

institusional memiliki peranan untuk dapat menekan hutang yang digunakan oleh perusahaan sebab pengawasan yang kuat akan membatasi perilaku manajer dalam menggunakan hutang sehingga semakin aktif pengawasan pemilik institusional maka akan menurunkan hutang perusahaan. Hutang perusahaan yang menurun mampu menjauhkan perusahaan pada kebangkrutan yang dapat menurunkan nilai perusahaan (Sujoko dan Subiantoro, 2007).

#### **G. Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)**

Aliran kas bebas adalah *free cash flow* yang tersedia untuk dibagikan kepada investor setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* dan *working capital* yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usaha. Kas bebas merupakan kas yang tersedia di atas kebutuhan investasi yang *profitable* dan merupakan hak dari pemegang saham (Sartono, 2001). Aliran kas dapat pula diartikan sebagai adanya dana yang berlebih, yang seharusnya dapat didistribusikan kepada para pemegang saham namun keputusan tersebut dipengaruhi oleh kebijakan manajemen (Metha dan Barbara, 2011). *Free cash flow* dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang disebut dengan konflik keagenan.

Manajer akan memilih dana tersebut dapat diinvestasikan lagi kepada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan karena mampu meningkatkan insentif yang diterimanya (Jensen, 1986). Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham *treasury* atau menambah likuiditas. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi ada kecenderungan memiliki utang yang

tinggi khususnya bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah, utang yang tinggi dimaksudkan untuk mengimbangi terjadinya *agency cost* yang berasal dari *free cash flow* (Jensen, 1992).

Aliran kas bebas merupakan modal atau kas yang dimiliki perusahaan dari hasil keuntungan operasi perusahaan, tidak boleh dibiarkan begitu saja, tetapi harta tersebut harus produktif. Dalam konteks ekonomi, tidak membelanjakan uang di jalan Allah bisa dipahami apabila sebuah uang tidak digunakan sesuai dengan fungsi yang ditetapkan oleh Allah SWT. Ancaman untuk tidak menimbun uang disebabkan karena uang atau harta telah dijadikan Allah untuk sarana kehidupan manusia dalam rangka memenuhi kebutuhannya. Pemilik uang atau harta yang kurang mampu mengelola hartanya, dapat mengelola hartanya dengan cara *mudharabah*, *murabahah* dan *musyarakah*. Cara tersebut akan mendorong setiap pemilik modal untuk tidak membiarkan modalnya tersimpan tanpa perputaran (Munir dan Djalaluddin, 2006).

#### **H. *Investment Opportunity Set***

*Investment opportunity* set adalah kombinasi antara *assets in place* (aktiva riil yang dimiliki) dengan pilihan investasi dimasa mendatang dengan *net present value* positif. Keduanya akan menentukan keputusan pendanaan dimasa yang akan datang (Myers, 1997). Pemanfaatan kesempatan investasi oleh perusahaan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Kondisi ini menunjukkan kesempatan investasi adalah pilihan bagi manajer untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan memiliki peluang untuk bertumbuh apabila saat ini dapat memberikan keuntungan di masa depan

(Fury dan Dina, 2012). Secara umum dapat disimpulkan bahwa IOS adalah hubungan antara pengeluaran saat ini maupun dimasa yang akan datang sebagai hasil dari keputusan investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan. Menurut teori sinyal, pengeluaran modal perusahaan tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan karena jenis investasi tersebut memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan dan pendapatan perusahaan sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Hasnawati, 2005).

Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan pada kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan *fair price* (Adam dan Goyal, 2003). Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang besar berpotensi memiliki problem *underinvestment*. *Underinvestment* dapat terjadi apabila perusahaan menghadapi kesempatan investasi pada proyek yang positif, yang mensyaratkan penggunaan utang dalam jumlah yang besar, tanpa adanya jaminan pembayaran utang yang mencukupi. *Underinvestment* problem kemudian memprediksikan bahwa perusahaan yang kesempatan investasi yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan internal sebagai alternatif pendanaan sehingga hutang akan menurun (Fury dan Dina, 2012).

Proksi set kesempatan investasi dapat diklasifikasikan ke dalam beberapa proksi. Salah satunya proksi berdasarkan harga (*price-based proxies*). Proksi ini mendasarkan pada perbedaan antara asset dan nilai pasar saham. Jadi proksi ini sangat dipengaruhi oleh harga pasar, proksi berbasis harga menyatakan pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dengan harga-harga saham, selanjutnya perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi akan memiliki nilai



pasar yang lebih tinggi dari aktiva–aktiva yang dimiliki (Kallapur dan Trombley, 1999). Rasio-rasio yang telah digunakan yang berkaitan dengan proksi berdasarkan investasi antara lain:

1. Market to Book Value of Equity; Book to Market
2. Value of Assets; Tobin's Q; Earning to Price Ratios;
3. Ratio of Property, Plant and Equipment to Firm
4. Value; Ratio of Depreciation to Firm Value; Market
5. Value of Equity Plus Book Value of Debt; Dividend
6. Yield; Return on Equity; Non-interest Revenue to
7. Total Revenue.

#### **I. Kerangka Konseptual**

1. Hubungan secara simultan antara kepemilikan institusional, arus kas bebas, *investment opportunity set*, dengan kebijakan dividen

Menurut Murhadi (2008), kepemilikan institusional merupakan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, dana pensiun, atau perusahaan lain). Kepemilikan institusional proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase (Listyani, 2003). Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manager, yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimumkan kepentingan pribadinya (Scott, 2000).

*Free cash flow* adalah kas yang tersedia dalam perusahaan yang sudah terbebas dari pajak serta biaya-biaya lain dalam perusahaan. Dini (2009) menyebutkan bahwa porsi kas yang benar-benar tersedia bagi para pemegang saham akan tergambar pada arus kas bebas. Semakin besar aliran kas bebas yang tersedia maka dividen yang akan dibagikan juga akan semakin besar.

Hartono (2003) menyatakan kesempatan investasi atau *investment opportunity set* menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2010), selama satu tahun mungkin perusahaan membayarkan nol dividen karena perusahaan membutuhkan uang untuk mendanai peluang investasi yang baik tetapi pada tahun berikutnya perusahaan mungkin membayarkan dividen dalam jumlah besar karena peluang investasi yang buruk dan tidak perlu menahan banyak uang

## 2. Hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen

Kepemilikan institusional proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase (Listyani, 2003). Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manager, yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya (Scott, 2000).

Menurut Ismiyanti dan Hanafi (2003), menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal

terhadap perusahaan dan mengurangi *agency cost*. Hal ini berlainan dengan penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena kepemilikan institusional lebih mementingkan stabilitas pendapatan melalui pembagian dividen.

Penelitian Crutchley et al (1999), yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen karena semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga mengurangi kos keagenan dan perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang rendah.

### 3. Hubungan antara arus kas bebas dengan kebijakan dividen

Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar. Semakin kuat posisi kas perusahaan, berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan kas tersebut diinvestasikan kembali pada aset-aset perusahaan untuk meningkatkan insentif yang diterima dan meningkatkan omzet penjualan, sedangkan pemegang saham lebih menginginkan kas tersebut dibagikan sebagai dividen.

Penelitian mengenai arus kas bebas dengan kebijakan dividen di Indonesia dilakukan oleh Nurdiana (2007) yang menemukan bahwa *free cash flow*, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

peningkatan laba bersih perusahaan akan meningkatkan tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen bagi investor .

Menurut Partington (1989), rasio profitabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Stabilitas keuntungan adalah penting untuk mengurangi risiko apabila terjadi penurunan laba yang memaksa manajemen untuk memotong dividen. Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dengan yakin dan mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka. Oleh karena itu, semakin tinggi rasio profitabilitas maka semakin besar dividen yang dibagikan kepada investor.

#### 4. Hubungan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan dividen

Apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan, bahkan untuk mengatasi masalah *underinvestment*. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*.

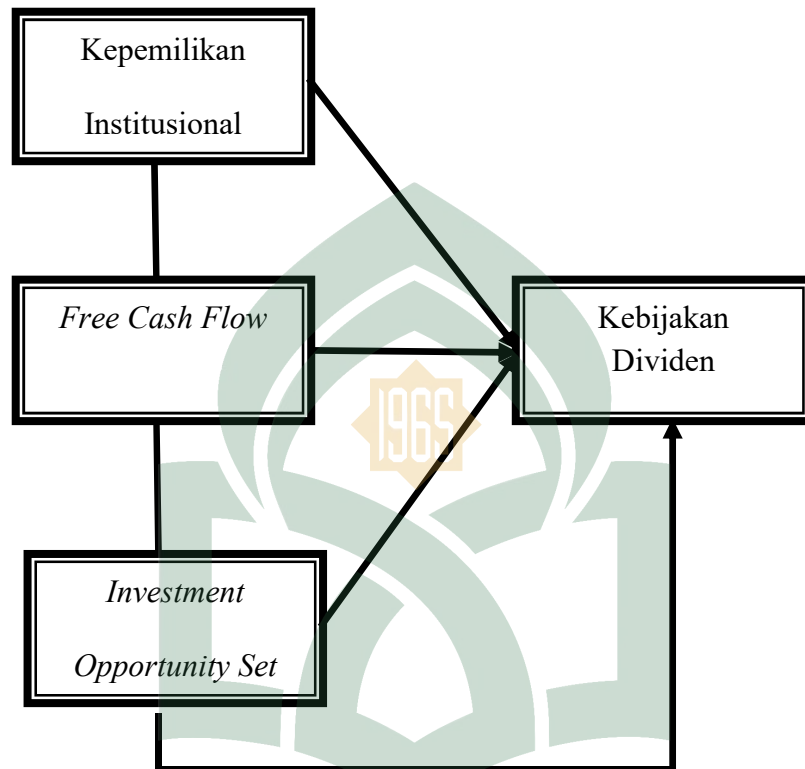
Penelitian Wirjolukito et al. (2003) mengukur pemanfaatan kesempatan investasi dapat diukur dengan peningkatan aktiva tetap bersih. Hal ini sesuai dengan format laporan arus kas (*statement of cash flow*) yang mengukur investasi dari aktiva tetap berwujud dan investasi jangka panjang (Suharli 2005). Hasil penelitian Wirjolukito et al. (2003) menemukan

hubungan parameter estimasi dan arah variabel peluang investasi kepada kebijakan dividen bernilai positif. Dengan demikian, hal itu dapat memberikan sinyal bagi perusahaan untuk melaksanakan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan di Indonesia dan beberapa negara yang menjadi sampel di dalam penelitian tentang dividen cenderung menggunakan kebijakan dividen untuk memberikan sinyal atas arus kas di masa yang akan datang dan menggunakan arus kas tersebut untuk mendanai investasi yang menguntungkan di masa yang akan datang.

Berdasarkan uraian diatas, maka variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, arus kas bebas dan *investment opportunity set* sebagai variabel independen dan kebijakan dividen sebagai variabel depende. Variabel yang dirumuskan dalam penelitian ini dapat dirumuskan menjadi kerangka konseptual sebagai berikut:

Gambar 1

## Kerangka Konseptual



### **BAB III**

#### **METODOLOGI PENELITIAN**

##### **A. Jenis dan Lokasi Penelitian**

Jenis penelitian ini adalah jenis penelitian kuantitatif. Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini berupa data kuantitatif, yaitu data yang diukur dalam skala numerik. Sumber data atau lokasi penelitian ini yaitu diperoleh dari laporan tahunan (*annual report*) pada perusahaan idx high dividen 20. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data penelitian yang diperoleh oleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara (Putri dan Nasir 2016).

##### **B. Populasi dan Sampel**

###### **1. Populasi**

Populasi menurut Sugiyono (2007), adalah wilayah generalisasi yang terdiri dari objek atau subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Dalam penelitian ini populasinya adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di *IDX high dividen 20*, yang berjumlah 20 emiten saham dari tahun 2014-2018.

###### **2. Sampel**

Sampel merupakan subset dari populasi dan terdiri dari beberapa anggota populasi. Subset ini diambil karena dalam banyak kasus tidak mungkin meneliti seluruh anggota populasi (Ferdinand, 2006). Dalam penelitian ini, teknik yang digunakan untuk mengambil sampel yaitu dengan menggunakan teknik sampling jenuh, peneliti bermaksud menggunakan teknik ini dengan

pertimbangan bahwa populasi yang digunakan relatif sedikit, dan peneliti ingin membuat generalisasi dengan kesalahan yang sangat kecil.

Sampel jenuh adalah teknik penentuan sampel bila semua anggota populasi digunakan sebagai sebagai sampel. Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan *IDX High Dividen 20* yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 20 perusahaan, berikut ini adalah perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini:

**Tabel 3**  
**Sampel Penelitian**

No	Kode	Nama Perusahaan
1.	ADRO	Adaro Energy Tbk.
2.	ASII	Astra Internasional Tbk.
3.	BBCA	Bank Central Asia Tbk.
4.	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk.
5.	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.
6.	BJBR	BPD Jawa Barat dan Banten Tbk.
7.	BJTM	BPD Jawa Timur Tbk.
8.	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk.
9.	DMAS	Puradelta Lestari Tbk.
10.	GGRM	Gudang Garam Tbk.
11.	HMSP	H.M. Sampoerna Tbk.
12.	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
13.	INTP	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk.
14.	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk.
15.	LPPF	Matahari Department Store Tbk.
16.	MPMX	Mitra Pinasthika Mustika Tbk.
17.	SIDO	Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk.
18.	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.
19.	UNTR	United Tractors Tbk.
20.	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.



### C. Jenis dan Sumber Data Penelitian

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, data sekunder merupakan sumber yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data, misalnya lewat orang lain atau lewat dokumen. Sumber data yang digunakan yaitu dari laporan publikasi yaitu berupa laporan keuangan yang melalaui situs [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), serta sumber penunjang lainnya berupa jurnal yang diperlukan.

### D. Metode Pengumpulan Data

Sesuai dengan permasalahan yang diangkat, maka metode pengumpulan data pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Studi Pustaka, yaitu penelitian yang dilakukan dengan mengumpulkan dan mempelajari literatur referensi baik dari jurnal, simposium, buku dan sumber lainnya yang sesuai atau relevan dengan permasalahan yang dikaji yang berguna untuk penyusunan teori dalam penelitian.
2. Studi Dokumentasi, adalah cara mengumpulkan data yang sudah ada lalu mencatatnya. Data *annual report* (laporan keuangan tahunan) perusahaan non keuangan yang di Bursa Efek Indonesia (BEI) dapat diperoleh melalui *website* [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

### E. Pengukuran Variabel

3. Variabel independen

Variabel independen merupakan variabel yang memengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen.

Variabel independen dalam penelitian ini dinyatakan dengan notasi “X”, yang terdiri dari:

d. Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Kepemilikan institusional diukur sebagai berikut (Indahningrum dan Ratih, 2009):

$$\text{Kepemilikan institusional} = \frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$$

e. Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Arus kas bebas merupakan kas yang diperoleh dari operasi perusahaan yang tidak dibutuhkan untuk mendanai proyek-proyek yang mempunyai NPV (*net present value*) positif (Rahmawati, 2012). Arus kas bebas diukur sebagai berikut (Sartono, 2001) :

$$\text{Free cash flow} = \text{AKO} - \text{PM} - \text{NWC}$$

Keterangan : UNIVERSITAS ISLAM NEGERI

Free cash flow : Arus kas bebas

AKO : Aliran kas operasi perusahaan

PM : Pengeluaran modal perusahaan

NWC : Modal kerja bersih perusahaan

f. *Investment Opportunity Set*

*Investment opportunity set* terdiri dari beberapa proksi, proksi yang digunakan pada penelitian ini adalah proksi berbasis harga. Proksi berbasis harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan

perusahaan dinyatakan dalam harga pasar (Fury dan Dina, 2012). *Investment opportunity set* diukur dengan menggunakan proksi *market to book of equity* (MVE/BVE) dengan rumus sebagai berikut (Kallapur dan Trombley, 1999):

$$MVE/BVE = \frac{MC}{TE}$$

MVE/BVE : Rasio market to book value of equity

MVE : *Market Value Equity*

BVE : *Book Value Equity*

MC : Kapitalisasi pasar (lembar saham total asset beredar dikalikan harga penutupan saham)

TE : Total ekuitas

#### 4. Variabel Dependen

Variabel dependen (variabel terikat) merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel independen (variabel bebas). Variabel terikat sering disebut sebagai *variable output*, kriteria, konsekuen, variabel tergantung, variabel terpengaruh, kriteria dan variabel efek (Sugiyono, 2007). Dikatakan variabel terikat karena variabel terikat dipengaruhi oleh variabel independen (variabel bebas). Keberadaan variabel ini dalam penelitian kuantitatif merupakan variabel yang dijelaskan dalam fokus atau topik penelitian. Variabel ini disimbolkan dengan notasi “Y”.  
Yaitu:

Variabel dependen yaitu, kebijakan dividen adalah suatu kebijakan yang diambil apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada

pemegang saham atau ditahan dalam bentuk laba ditahan guna memenuhi keperluan investasi dimasa mendatang. Kebijakan dividen dalam penelitian ini di proksikan dengan *dividend payout ratio* (DPR), dengan rumus sebagai berikut (Sugiyono, 2007):

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

Ket:

DPR: *Dividend Payout Ratio*

DPS: *Dividend Per Share*

EPS: *Earning Per Share.*

#### **F. Teknik Pengolahan dan Analisis Data**

Pengolahan data statistik memiliki peran yang sangat penting dalam suatu penelitian karena dari hasil pengolahan data akan kita dapatkan kesimpulan penelitian. Teknik pengolahan data mencakup perhitungan data analisis model penelitian. Sebelum membuat kesimpulan dalam suatu penelitian analisis terhadap data harus dilakukan agar hasil penelitian menjadi akurat. Maka penelitian ini dilakukan dengan metode statistik yang dibantu program EVIEWS.

Analisis dalam penelitian ini menggunakan data panel yang merupakan gabungan antara data deret waktu (*time-series*) dan data deret lintang (*cross-section*). Ada dua macam panel data yaitu data panel *balance* dan data panel *unbalance*, data panel *balance* adalah keadaan dimana unit *cross-sectional* memiliki jumlah observasi *time series* yang sama. Sedangkan data panel *unbalance* adalah keadaan dimana unit *cross-sectional* memiliki jumlah observasi *time series* yang tidak sama. Pada penelitian ini menggunakan data panel *balance*

panel. Adapun tahapan atau langkah-langkahnya adalah dengan melakukan analisis kuantitatif terdiri dari: Estimasi model regresi dengan menggunakan data panel, Pemilihan model regresi data panel, Uji asumsi, Uji Hipotesis.

#### 1. Estimasi Model Regresi Data Panel

untuk mengestimasi parameter model dengan data panel, terdapat tiga teknik atau model pendekatan yang terdiri dari, *common effect*, pendekatan efek tetap (*fixed effect*), dan pendekatan efek acak (*random effect*).

##### a. *Common Effect Model*

Merupakan pendekatan paling sederhana yang disebut estimasi CEM atau *pooled least square*. Model ini tidak memperhatikan dimensi individu maupun waktu sehingga diasumsikan bahwa perilaku antar individu sama dalam berbagai kurun waktu. Model ini hanya mengkombinasikan data *time series* dan *cross section* dalam bentuk *pool*, mengestimasiya menggunakan pendekatan kuadrat terkecil/ *pooled least square*. Pada pendekatan ini diasumsikan bahwa nilai intersep masing-masing variabel adalah sama, begitu pula *slope* koefisien untuk semua unit *cross-section* dan *time series*. Berdasarkan asumsi ini maka model CEM dinyatakan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_{it}$$

Dimana *i* menunjukkan cross section (individu) dan *t* menunjukkan periode waktunya. Dengan asumsi komponen *error* dalam pengolahan kuadrat terkecil biasa, proses estimasi secara terpisah untuk setiap unit *cross section* dapat dilakukan.

b. Model Efek Tetap (*Fixed Effect Model*),

Model *Fixed effects* mengasumsikan bahwa terdapat efek yang berbeda antar individu. Perbedaan itu dapat diakomodasi melalui perbedaan pada intersepnya. Oleh karena itu, dalam model *fixed effects*, setiap individu merupakan parameter yang tidak diketahui dan akan diestimasi dengan menggunakan teknik variabel *dummy*. Salah satu cara memperhatikan unit *cross-section* pada model regresi panel adalah dengan mengizinkan nilai *intersep* berbeda-beda untuk setiap unit *cross-section* tetapi masih mengasumsikan slope koefisien tetap. Model FEM dinyatakan sebagai berikut

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + u_{it}$$

Teknik seperti diatas dinamakan *Least Square Dummy Variabel* (LSDV). Selain diterapkan untuk efek tiap individu, LSDV ini juga dapat mengakomodasi efek waktu yang bersifat sistemik. Hal ini dapat dilakukan melalui penambahan variabel *dummy* waktu di dalam model.

c. Pendekatan Efek Acak (*Random Effect Model*)

Berbeda dengan *fixed effects* model, efek spesifik dari masing-masing individu diperlakukan sebagai bagian dari komponen error yang bersifat acak dan tidak berkorelasi dengan variabel penjelas yang teramati, model seperti ini dinamakan *random effects* model (REM). Model ini sering disebut juga dengan *error component* model (ECM). Pada model REM, diasumsikan  $\alpha_i$  merupakan variabel random dengan mean  $\alpha_0$ , sehingga intersep dapat dinyatakan sebagai  $\alpha_i = \alpha_0 + \varepsilon_i$  dengan  $\varepsilon_i$  merupakan error random mempunyai mean 0 dan varians

$\sigma^2 \varepsilon_i$ ,  $\varepsilon_i$  tidak secara langsung diobservasi atau disebut juga variabel laten.

Persamaan model REM adalah sebagai berikut

$$Y_{it} = \alpha_0 + \beta X_{it} + w_{it}$$

Dengan  $w_{it} = \varepsilon_i + u_{it}$ , suku *error* gabungan  $w_{it}$  memuat dua komponen *error* yaitu  $\varepsilon_i$  komponen *error cross section* dan  $u_{it}$  yang merupakan kombinasi komponen *error cross section* dan *time series*. Karena itu, metode OLS tidak bisa digunakan untuk mendapatkan estimator yang efisien bagi model *random effects*. Metode yang tepat untuk mengestimasi model *random effects* adalah *Generalized Least Squares* (GLS) dengan asumsi homoskedastik dan tidak ada *cross-sectional correlation*. Untuk menentukan model estimasi yang akan digunakan, maka dilakukan Uji *Chow-Test* dan Uji *Hausman-Test*.

## 2. Pemilihan Model Regresi Data Panel

Dari ketiga model yang telah diestimasi akan dipilih model mana yang paling tepat/sesuai dengan tujuan penelitian. Ada tahapan uji (test) yang dapat dijadikan alat dalam memilih model regresi data panel (CE, FE atau RE) berdasarkan karakteristik data yang dimiliki, yaitu: *F Test (Chow Test)* dan *Hausman Test*.

### a. *F Test (Chow Test)*

Uji *Chow-Test* bertujuan untuk menguji/membandingkan atau memilih model mana yang terbaik apakah model *Common Effect* atau *Fixed Effect* yang akan digunakan untuk melakukan regresi data panel. Langkah-langkah yang dilakukan dalam Uji *Chow-Test* adalah sebagai berikut: estimasi dengan *Fixed*

*Effect*, uji dengan menggunakan *Chow-test*, melihat nilai *probability F* dan *Chi-square* dengan asumsi:

- 1) Bila nilai *probability F* dan *Chi-square*  $> \alpha = 5\%$ , maka uji regresi panel data menggunakan model *Common Effect*.
- 2) Bila nilai *probability F* dan *Chi-square*  $< \alpha = 5\%$ , maka uji regresi panel data menggunakan model *Fixed Effect*.

b. *Hausman Test*

Uji *Hausman Test* dilakukan untuk membandingkan/memilih model mana yang terbaik antara FE dan RE yang akan digunakan untuk melakukan regresi data panel. Langkah-langkah yang dilakukan dalam *Hausman-Test* adalah sebagai berikut: estimasi dengan *random effect*, uji dengan menggunakan *Hausman-test*, melihat nilai *probability F* dan *Chi-square* dengan asumsi:

- 1) Bila nilai *probability F* dan *Chi-square*  $> \alpha = 5\%$ , maka uji regresi panel data menggunakan model *Random Effect*.
- 2) Bila nilai *probability F* dan *Chi-square*  $< \alpha = 5\%$ , maka uji regresi panel data menggunakan model *Fixed Effect*.

Uji *Hausman* dilihat menggunakan nilai probabilitas dari *cross section random effect* model. Jika nilai probabilitas dalam uji *Hausman* lebih kecil dari 5% maka  $H_0$  ditolak yang berarti bahwa model yang cocok digunakan dalam persamaan analisis regresi tersebut adalah model *fixed effect*. Dan sebaliknya jika nilai probabilitas dalam uji *Hausman* lebih besar dari 5% maka  $H_0$



diterima yang berarti bahwa model yang cocok digunakan dalam persamaan analisis regresi tersebut adalah model *random effect*.

c. Uji *Lagrange Multiplier Test*

Uji *lagrange multiplier test* atau biasa disebut dengan istilah *lagrangian multiplier test* adalah analisis yang dilakukan dengan tujuan untuk menentukan metode yang terbaik dalam regresi data panel, apakah akan menggunakan *common effect model* atau *random effect model*. Uji dengan menggunakan *lagrange test* dengan melihat nilai dari *cross section* dengan asumsi:

- 1) Bila nilai *cross section*  $> \alpha = 5\%$ , maka uji regresi data panel menggunakan *common effect model*.
- 2) Bila nilai *cross section*  $< \alpha = 5\%$ , maka uji regresi data panel menggunakan *random effect model*.

Uji *Lagrange Multiplier Test* dilihat menggunakan nilai dari *cross section random effect model*. Jika nilai probabilitas dalam uji *lagrange multiplier test* lebih besar dari 5% maka  $H_0$  diterima yang berarti bahwa model yang cocok digunakan dalam persamaan analisis regresi tersebut adalah model *common effect*. Dan sebaliknya jika nilai *cross section* dalam uji *lagrange multiplier test* lebih kecil dari 5% maka  $H_0$  ditolak yang berarti bahwa model yang cocok digunakan dalam persamaan analisis regresi tersebut adalah model *random effect*.

3. Uji Asumsi Klasik

Untuk mengetahui apakah model yang digunakan dalam regresi benar-benar menunjukkan hubungan yang signifikan dan representatif maka model

yang digunakan tersebut harus memenuhi uji asumsi klasik regresi. Dengan pengujian ini diharapkan agar model regresi yang diperoleh bisa dipertanggung jawabkan dan tidak bisa disebut BLUE (*Best, Linear, Unbiased, Estimator*) maka asumsi-asumsi dasar sebagai berikut ini dipenuhi:

a. Uji Normalitas

Uji normalitas klasik ini bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi, variabel dependen dan independen keduanya memiliki distribusi normal atau mendekati normal. Cara untuk mengetahui apakah data tersebut terdistribusi secara normal atau tidak dengan uji statistik non parametrik *Kolmogorov Smirnov*. Data terdistribusi apabila hasil *Kolmogorov Smirnov* menunjukkan nilai signifikan di atas 0,05.

b. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen) (Ghozali, 2013:105). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Dalam penelitian ini nilai tolerance dan VIF digunakan untuk mendeteksi adanya masalah multikolinieritas. Kedua ukuran tersebut menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan variabel independen lainnya. Apabila suatu model regresi memiliki nilai *tolerance*  $\leq 0,10$  atau sama dengan nilai *VIF*  $\geq 10$  maka telah terjadi multikolinieritas. Sebaliknya, apabila suatu model regresi memiliki nilai *tolerance*  $\geq 0,10$  atau sama dengan nilai *VIF*  $\leq 10$  maka tidak terjadi multikolinieritas.

### c. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2013:139). Heteroskedastisitas merupakan salah satu faktor yang menyebabkan model regresi linear sederhana tidak efisien dan akurat, juga mengakibatkan penggunaan metode kemungkinan maksimum dalam mengestimasi parameter (koefisien) regresi akan terganggu. Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan uji Glesjer. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Cara mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan Uji Glejser, yaitu mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dengan meregresi nilai absolut residual terhadap variabel independen. Pengambilan keputusan mengenai heteroskedastisitas adalah jika nilai signifikansi lebih dari 0,05 (*probability value* > 0,05) maka dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari gejala heteroskedastisitas.

### d. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pengganggu pada periode  $t-1$  yang berarti kondisi saat ini sangat dipengaruhi oleh kondisi sebelumnya dengan kata lain autokorelasi sering terjadi pada data *time series*. Model regresi yang baik adalah regresi

yang bebas dari autokorelasi (Ghozali, 2013:110). Dalam penelitian ini digunakan uji Durbin Watson (DW test) untuk menguji keberadaan autokorelasi dalam model regresi. Uji Durbin-Watson (DW test) akan menghasilkan nilai Durbin Watson yang nantinya akan dibandingkan dengan dua nilai Durbin Watson tabel, yaitu Durbin Upper (DU) dan Durbin Lower (DL). Berikut ini disajikan dalam

#### 4. Uji Regresi Linear Berganda

##### a. Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi ( $R^2$ ), digunakan untuk mengukur seberapa besar variable-variable bebas dapat menjelaskan variabel terikat. Koefisien ini menunjukkan seberapa besar variasi total pada variabel terikat yang dapat dijelaskan oleh variabel bebasnya dalam model regresi tersebut. Nilai dari koefisien determinasi ialah antara 0 hingga 1. Nilai  $R^2$  yang mendekati 1 menunjukkan bahwa variabel dalam model tersebut dapat mewakili permasalahan yang diteliti, karena dapat menjelaskan variasi yang terjadi pada variabel dependennya. Nilai  $R^2$  sama dengan atau mendekati 0 (nol) menunjukkan variabel dalam model yang dibentuk tidak dapat menjelaskan variasi dalam variabel terikat.

##### b. Uji Regresi secara Simultan (Uji F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan berpengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen atau variabel terikat. Cara melakukan uji F adalah sebagai berikut:

- a) Apabila signifikan  $> 0.05$  maka keputusannya adalah menerima  $H_0$  dan menolak  $H_a$ .
- b) Apabila signifikan  $< 0.05$  maka keputusannya adalah menolak  $H_0$  dan menerima  $H_a$ .
- c. Uji Secara Parsial

Tujuan dari uji parsial adalah untuk mengetahui seberapa jauh pengaruh dari variabel independen (X) terhadap variabel dependen (Y) secara parsial. Pengujian hipotesis akan dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 0,05 ( $\alpha = 5\%$ )



## **BAB IV**

### **HASIL DAN PEMBAHASAN**

#### **A. Gambaran Umum Perusahaan**

##### **1. Adaro Energy Tbk.**

Adaro Energy Tbk (ADRO), didirikan dengan nama PT Padang Karunia pada tanggal 28 juli 2004. Perusahaan ini mulai beroperasi secara komersial pada bulan juli 2005. Kantor pusat ADRO berlokasi di gedung menara karya, jalan H.R. Rasuna Said, jakarta selatan, indonesia. Pemegang saham adaro energy tbk yang memiliki 5% saham yaitu: PT Adaro Strategic Investments sebesar 43,91% dan Garibaldi Thoir (presiden direktur) sebesar 61,18.

Pada 04 juli 2008, adaro energy tbk memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan penawaran umum saham (IPO) kepada masyarakat sebesar 11.139.331.000 lembar saham, dengan nilai nominal Rp100/ saham dan harga penawaran Rp1.100/ lembar saham. Saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 16 juli 2008.

##### **2. Astra Internasional Tbk.**

Astra Internasional Tbk (ASII), didirikan pada tanggal 20 februari 1957 dengan nama PT Astra Internasional Incorporated. Kantor pusat ASII berlokasi di jalan Gaya Motor Raya, jakarta, indonesia. Pemegang saham terbesar Astra Internasional Tbk adalah Jardine Cycle dan Carriage Ltd sebesar 50,11%, perusahaan ini didirikan disingapura, dan merupakan entitas anak dari Jardine Matheson Holdings Ltd.

Pada tahun 1990, Astra Internasional Tbk memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO) kepada masyarakat sebanyak 30.000.000 saham, dengan nominal Rp1.000/ saham, dengan harga penawaran perdana sebesar Rp14.850/ lembar saham. Saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 04 april 1990.

### **3. Bank Central Asia Tbk.**

Bank Central Asia Tbk (BBCA), didirikan pada tahun 1991 dengan nama PT Central Sari Metropolitan Leasing Corporation, pada tahun 2001 nama perusahaan tersebut diubah lagi menjadi PT Central Sari Finance, dan selanjutnya pada tanggal 28 maret 2005 berubah nama menjadi PT BCA Finance. Perusahaan ini berfokus pada usaha pembiayaan kendaraan bermotor, khususnya roda empat atau lebih.

Pada tanggal 12 juni 2009 bank BCA mengakuisisi 100% saham PT Bank UIB, dan pada tahun 2010 berubah nama menjadi PT Bank BCA Syariah. Selanjutnya pada tahun 2011 perusahaan tersebut mengakuisisi lagi 75% saham PT Dinamika Usaha Jaya, dan mengubah namanya menjadi PT BCA Sekuritas. Bank tersebut memiliki 70% saham PT Central Sentosa Finance, dimana 45% dimiliki langsung.

### **4. Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk.**

Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk (BBNI), didirikan pada tanggal 05 juli 1964 di Indonesia sebagai bank central. Pada tahun 1968, bank tersebut ditetapkan menjadi bank umum milik negara. Kantor pusat bank BNI berlokasi

di jalan Jend. Sudirman, jakarta, indonesia. Bank tersebut memiliki 196 kantor cabang, 944 cabang pembantu domestik dan 829 outlet lainnya. Selain itu bank tersebut juga meliputi 5 kantor cabang luar negeri yaitu singapura, hongkong, tokyo, london, dan korea selatan serta satu kantor perwakilan di new york.

Pada tanggal 28 oktober 1996, bank BNI memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO) seri B kepada masyarakat sebesar 1.085.032.000 dengan nilai nominal Rp500/ saham, dengan harga penawaran sebesar Rp850/ lembar saham. Saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 25 november 1996.

#### **5. Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.**

Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk (BBRI), didirikan pada tanggal 16 desember 1895. Kantor pusat Bank BRI berlokasi di jalan Jendral Sudirman, jakarta, indonesia. Saat ini bank tersebut memiliki 19 kantor wilayah, 1 kantor inspeksi pusat, 19 kantor inspeksi wilayah, 462 kantor cabang domestik, 1 kantor cabang khusus, 609 kantor cabang pembantu, 984 kantor kas, 5.380 BRI unit, 3.180 teras dan teras keliling dan 3 teras kapal.

Pada tanggal 31 oktober 2003, BBRI memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO), kepada masyarakat sebanyak 3.811.765.000 dengan nilai nominal Rp500/ saham dengan harga penawaran sebesar 875/ lembar saham. Selanjutnya opsi pemesanan sebesar 381.176.000 lembar saham dan opsi penjatahan sebesar 571.764.000 lembar saham, yang masing-masing dengan harga sebesar Rp875/



lembar saham, dan telah dilaksanakan pada tanggal 10 november 2003. Setelah IPO telah dilaksanakan oleh penjamin pelaksana emisi, Negara Republik Indonesia memiliki 59,50% saham di BRI. Saham tersebut dicatatkan di Bursa Efek Indonesi (BEI) pada tanggal 10 november 2003.

#### **6. BPD Jawa Barat dan Banten Tbk.**

Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten Tbk (BJBR), didirikan pada tanggal 08 april 1999, bank tersebut sebelumnya merupakan sebuah perusahaan milik belanda di indonesia yang dinasionalisasi pada tahun 1960 yang bernama N.V. Denis (De Eerste Nederlandsche Indische Shareholding), dan mulai kegiatan usaha komersialnya pada tanggal 20 mei 1961. Kantor pusat bank BJB berlokasi di jalan Naripan, bandung, indonesia. Saat ini, bank BJB memiliki kantor cabang, 311 kantor cabang pembantu, 337 kantor kas dan 142 payment point.

Pada tanggal 29 juni 2010, BJBR memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan penawaran umum saham perdana (IPO) sebesar 2.424.072.500 saham seri B dengan nilai sebesar Rp250/ saham dengan harga penawaran Rp600/ lembar saham. Saham tersebut telah dicatatkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 08 juli 2010.

#### **7. BPD Jawa Timur Tbk.**

Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk (BJTM), didirikan pada tanggal 17 agustus 1961 dengan nama PT Bank Pembangunan Daerah Djawa Timur, dan memulai kegiatan usaha komersialnya pada tahun 1961. Kantor pusat bank jatim berlokasi di jalan Basuki Rachmat, surabaya, indonesia. Saat

ini, bank tersebut memiliki 41 kantor cabang, 158 kantor cabang pembantu, 191 kantor kas, 174 payment point, dan 79 kas mobil serta 1 unit usaha syariah yang mempunyai 7 cabang syariah.

Pada tanggal 29 juni 2012, bank tersebut memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO) kepada masyarakat sebesar 2.983.537.000 saham seri B sebesar Rp250/ saham dan harga penawaran sebesar Rp430/ lembar saham. Saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 12 juli 2012.

#### **8. Bank Mandiri (Persero) Tbk.**

Bank Mandiri (Persero) Tbk (BMRI), didirikan pada tanggal 02 oktober 1998, dan mulai beroperasi pada tanggal 1 agustus 1999. Kantor pusat berlokasi di jalan Jend. Gatot Subroto, jakarta selatan, indonesia. Saat ini bank tersebut mempunyai 12 kantor wilayah domestik, 83 kantor area, dan 1.297 kantor cabang pembantu, serta 1.705 kantor mandiri mitra usaha, 178 kantor kas dan 6 cabang luar negeri.

Pada tanggal 23 juni 2003, perusahaan tersebut memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK, untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO) kepada masyarakat sebanyak 4.000.000.000 saham seri B sebesar Rp500/ saham dengan harga penawaran sebesar Rp675/ lembar saham. Saham tersebut telah dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 14 juli 2003.

## **9. Puradelta Lestari Tbk.**

Puradelta Lestari Tbk (DMAS), didirikan pada tanggal 12 november 1993, dan mulai beroperasi pada tahun 2003. Kantor pusat berlokasi di jalan Kali Besar Barat, jakarta barat, indonesia. Pemegang saham Puradelta Lestari Tbk yang memiliki 5% saham atau lebih yaitu AFP Internasional Capital Pte. Ltd. Sebesar 55,87%, Sojitz Corporation sebesar 22,50%, dan Fame Bridge Investments Ltd sebesar 8,00%.

Pada tanggal 20 mei 2015, perusahaan tersebut memperoleh pernyataan efektif dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK), untuk melkukan penawaran umum perdana saham (IPO), kepada masyarakat sebesar 4.819.811.100 saham, dengan nilai nominal sebesar Rp100/ saham, dengan harga penawaran Rp210/ lembar saham. Saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI), pada tanggal 29 mei 2015.

## **10. Gudang Garam Tbk.**

Gudam Garam Tbk (GGRM), didirikan pada tanggal 26 juni 1958, dan memulai kegiatan usaha komersialnya pada tahun 1958. Kantor pusat gudang garam berlokasi di jalan Semampir II, jawa timur, indonesia. Pemegang saham gudang garam yang memiliki 5% saham yaitu PT Suryaduta Investama sebesar 69,29%, dan PT Suryamitra Kusuma sebesar 6,26%. PT Suryaduta Investama merupakan induk usaha dan induk usaha terakhir GGRM.

Pada tanggal 17 juli 1990, perusahaan gudang garam memperoleh izin menteri keuangan untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO), kepada masyarakat sebesar 57.807.800 dengan nilai nominal sebesar Rp1.000/

saham, dengan harga penawaran sebesar Rp10.250/ lembar saham. Saham tersebut telah dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 27 agustus 1990.

#### **11. H.M. Sampoerna Tbk.**

Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk (HMSP), didirikan pada tanggal 27 maret 1905, dan memulai kegiatan usaha komersialnya pada tahun 1913 di surabaya sebagai industri rumah tangga. Kantor pusat berlokasi di jalan Rungkut Industri Raya, surabaya, indonesia. Induk usaha HMSP yaitu PT Philip Morris Indonesia, yang menguasai sebesar 92,50% saham, sedangkan induk usaha utama yaitu Philip Morris Internasional, Inc. Hanjaya Mandala Sampoerna memiliki 5 pabrik yaitu 2 pabrik sigaret kretek mesin, 5 pabrik sigaret kretek tangan, 3 pabrik di surabaya, pabrik di malang, dan pabrik di probolinggo.

Pada tahun 1990, hanjaya mandala sampoerna memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO), kepada masyarakat sebesar 27.000.000 dengan nilai nominal sebesar Rp1.000/ saham, dengan harga penawaran 12.600/ lembar saham. Saham tersebut telah dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI), pada tanggal 15 agustus 1990.

#### **12. Indofood Sukses Makmur Tbk.**

Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF), didirikan pada tanggal 14 agustus 1990 dengan nama PT Panganjaya Intikusuma, dan memulai kegiatan usaha komersialnya pada tahun 1990. Kantor pusat INDF berlokasi di jalan Sudirman Plaza, indonesia. Induk usaha dari indofood sukses makmur adalah

CAB Holding Limited yang memiliki 50,07% saham, sedangkan induk usaha terakhir dari Indofood Sukses Makmur adalah First Pacific Company Limited di Hongkong.

Pada tahun 1994, perusahaan Indofood Sukses Makmur Tbk memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO), kepada masyarakat sebanyak 21.000.000 dengan nilai nominal Rp1.000/ saham, dengan harga penawaran Rp6.200/ lembar saham. Saham tersebut telah dicatatkan di Bursa Efek Indonesia (BEI), pada tanggal 14 Juli 1994.

### **13. Indocement Tungal Prakarsa Tbk.**

Indocement Tungal Prakarsa Tbk (INTP), didirikan pada tanggal 16 Januari 1985, dan memulai kegiatan usaha komersialnya pada tahun 1985. Kantor pusat INTP berlokasi Jalan Jend Sudirman, Jakarta, Indonesia. Pemegang saham yang memiliki 5% saham INTP yaitu Brichwood Omnia Limited, yang memiliki saham sebesar 51,00%, serta induk usaha terakhir kelompok usaha INTP adalah Heidelberg Cement AG.

Pada tahun 1989, Indocement memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO) kepada masyarakat sebesar 89.832.150, dengan nilai nominal sebesar Rp1.000/ saham dengan harga penawaran Rp10.000/ lembar saham. Saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI), pada tanggal 05 Desember 1989.

#### **14. Indo Tambangraya Megah Tbk.**

Indo Tambang Megah Tbk (ITMG), didirikan pada tanggal 02 september 1987, dan memulai kegiatan usaha komersialnya pada tahun 1988. Kantor pusat ITMG berlokasi di jalan Sultan Iskandar Muda, jakarta selatan, indonesia. Pemegang saham yang memiliki 5% saham ITMG yaitu Banpu Minerals (singapore) Pte.Ltd sebesar 65,14%. Induk usaha ITMG adalah Banpu Minerals Pte.Ltd, dan induk usaha utama ITMG adalah Banpu Public Company Limited.

Pada tanggal 07 desember 2007, Indo Tambangraya Megah Tbk memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melkukan penawaran umum perdana saham (IPO), kepada masyarakat sebesar 225.985.000 dengan nilai nominal Rp500/ saham dengan harga penawaran Rp14.000/ lembar saham. Saham tersebut telah dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI), pada tanggal 18 desember 2007.

#### **15. Matahari Department Store Tbk.**

Matahari Depertment Store Tbk (LPPF), didirikan pada tanggal 01 april 1982 dengan nama PT Stephens Utama Internasional Leasing Corp , dan memulai beroperasi secara komersial pada tahun 1982. Kantor pusat berlokasi dijalan Bulevar Palem Raya, tangerang, indonesia. Pada tahun 2011 matahari department store tbk (LPPF) telah melakukan penggabungan usaha (Merger) dengan PT Meadow indonesia. Pemegang saham yang memiliki 5% LPPF adalah Multipolar Tbk sebesar 20,48%.

Pada tahun 1989, matahari department store memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK, untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO) kepada masyarakat sebesar 2.140.000 dengan nilai nominal sebesar Rp1.000/ saham, dengan harga penawaran Rp7.900/ lembar saham. Saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI), pada tanggal 09 oktober 1989.

#### **16. Mitra Pinasthika Mustika Tbk.**

Mitra Pinasthika Mustika Tbk (MPMX), didirikan pada tanggal 02 november 1987, dan memulai kegiatan komersial pada tahun 1987. Kantor pusat berlokasi di jalan H.R. Rasuna Said, Jakarta, Indonesia. Pemegang saham yang memiliki 5% saham MPMX yaitu Saratoga Investama Sedaya Tbk sebesar 48,62%, Morninglight Investment S.a.r.l Luksemburg sebesar 15,33%, dan Claris Investment Pte. Ltd sebesar 6.80%.

Pada tanggal 20 Mei 2013, Mitra Pinasthika Mustika Tbk memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK, untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO) kepada masyarakat sebesar 970.000.000 dengan nilai nominal sebesar Rp500/ saham, dengan harga penawaran Rp1.500/ lembar saham. Saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI), pada tanggal 29 Mei 2013.

#### **17. Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk.**

Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO), didirikan pada tanggal 18 Maret 1975. Kantor pusat berlokasi di Jalan Pandanaran, Semarang, Indonesia. Pemegang saham yang memiliki 5% saham SIDO yaitu Desi Sulistio

Hidayat sebesar 40,50%, Irwan Hidayat, Sofyan Hidayat, Johan Hidayat, Sandra Linata Hidayat, dan David Hidayat yang masing-masing sebesar 8,10%, dan semua pemegang saham ini merupakan pemegang saham pengendali.

Pada tanggal 10 desember 2013, SIDO memperoleh pernyataan efektif dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK), untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO) kepada masyarakat sebesar 1.500.000.000 dengan nilai nominal sebesar Rp100/ saham, dengan harga penawaran Rp580/ lembar saham. Saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI), pada tanggal 18 desember 2013.

#### **18. Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.**

Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk, atau biasa dikenal dengan nama Telkom Indonesia (TLKM), yang didirikan pada tahun 1991, berdasarkan peraturan pemerintah No. 25, tahun 1991. Status telkom diubah menjadi perseroan terbatas milik negara (Persero). Kantor pusat berlokasi di jalan Japati, Bandung, indonesia. Pemegang saham pengendali telekomunikasi indonesia tbk adalah pemerintah republik indonesia, dengan memiliki 1 saham preferen saham seri A sebesar 52,56%.

Anak usaha telkom indonesia dibagi menjadi 4 kelompok dan pemimpin bisnisnya yaitu bisnis selular, bisnis internasional, bisnis multimedia, dan bisnis infrastruktur. Jumlah saham TLKM sebelum IPO sebesar 8.400.000.000, yang seluruhnya dimiliki oleh pemerintah republik indonesia. pada tanggal 14 november 1995 pemerintah menjual saham telkom yang terdiri



933.333.000 saham baru kepada masyarakat melalui IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI).

#### **19. United Tractors Tbk.**

United Tractors Tbk (UNTR), didirikan di Indonesia pada tanggal 13 oktober 1972, dengan nama PT Inter Astra Motor Works dan memulai kegiatan operasinya pada tahun 1973. Kantor pusat UNTR berlokasi di Jalan Raya Bekasi, Jakarta, Indonesia. Induk usaha dari United Tractors Tbk adalah Astra Internasional Tbk (ASII) sebesar 59,50%, sedangkan induk utama dari United Tractors Tbk yaitu Jardine Matheson Holdings Ltd, yang didirikan di Bermuda.

Pada tahun 1989, United Tractors Tbk memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK, untuk melakukan penawaran umum perdana saham (IPO) kepada masyarakat sebesar 2.700.000 dengan nilai nominal sebesar Rp1.000/ saham, dengan harga penawaran Rp7.250/ lembar saham. Saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

#### **20. Unilever Indonesia Tbk**

Unilever Indonesia Tbk (UNVR), didirikan pada tanggal 5 Desember 1933 dengan nama Lever's Zeepfabriek N.V. dan mulai beroperasi secara komersial pada tahun 1933. Kantor pusat berlokasi Jalan BSD Boulevard Barat, Tangerang, Indonesia. Induk usaha Unilever yaitu Unilever Indonesia Holding B.V. dengan persentase kepemilikan sebesar 84,99%, sedangkan induk usaha utama adalah Unilever N.V. di Belanda.

Pada tanggal 16 November 1982, UNVR memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK, untuk melakukan penawaran umum perdana saham

(IPO) kepada masyarakat sebesar 9.200.000 dengan nilai nominal sebesar Rp1.000/ saham, dengan harga penawaran Rp3.175/ lembar saham. Saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI), pada tanggal 11 Januari 1982.

## B. Hasil Analisis Data

### 1. Estimasi Model Regresi Data Panel

Eviews adalah program komputer yang dipakai untuk analisis statistik dan juga merupakan alat komputasi untuk ekonometrika untuk jenis data *time series*. Analisis Eviews yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis dengan menggunakan regresi data panel, yaitu analisis regresi dengan struktur data yang merupakan data panel, umumnya analisis regresi data panel menggunakan data *cross section* yang dilakukan menggunakan metode kuadrat terkecil atau disebut *Ordinary Least Square (OLS)* dan juga regresi data panel merupakan gabungan antara data *cross section* dan data *time series*.

Dalam mengestimasi model dengan menggunakan data panel dibagi menjadi tiga model pendekatan yang terdiri dari, *common effect model*, *fixed effect model*, dan *random effect model*.

#### a. Common Effect Model

Model pendekatan *common effect* merupakan pendekatan paling sederhana yang disebut dengan estimasi CEM atau *pooled least square*. Model ini menggabungkan seluruh data tanpa memperdulikan waktu dan tempat penelitian. Pada pendekatan ini mengasumsikan bahwa nilai intersep dari

masing-masing variabel adalah sama. Dalam mengestimasi *common effect model* dapat dilakukan dengan *ordinary least square*.

**Tabel 4**  
***Common Effect Model (CEM)***

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-68.39082	38.98279	-1.754385	0.0834
KI	0.283167	0.174068	1.626757	0.1079
FCF	1.799813	1.893938	0.950302	0.3450
IOS	15.11225	6.063643	2.492272	0.0149

Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.

Berdasarkan tabel di atas, model regresi data panel untuk *common effect model* dapat dirumuskan dengan persamaan  $y_{it} = -68.39082 + 0.283167x_1 + 1.799813x_2 + 15.11225x_3$ .

**b. *Fixed Effect Model***

Model pendekatan *fixed effect* merupakan suatu model yang dapat menunjukkan efek yang berbeda antar individu, perbedaan tersebut dapat diakomodasi melalui perbedaan pada intersepnya. *Fixed effect model* memiliki konstan yang sama besarnya untuk berbagai periode waktu, serta koefisien regresinya sama besarnya dari waktu ke waktu.

**Tabel 5**  
***Fixed Effect Model (FEM)***

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-21.85740	40.99278	-0.533201	0.5960
KI	0.138549	0.193100	0.717499	0.4760
FCF	1.237740	2.166248	0.571375	0.5700
IOS	9.739234	6.375951	1.527495	0.1322

Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.

Berdasarkan tabel di atas, model regresi data panel untuk *fixed effect model* dapat dirumuskan dengan persamaan  $y_{it} = -21.85740 + 0.138549x_1 + 1.237740x_2 + 9.739234x_3$ .

### c. *Random Effect Model*

Pendekatan *random effect model*, digunakan untuk mengatasi *fixed effect model*, model ini biasa disebut juga dengan *error component model*. Model ini diasumsikan bahwa efek individu bersifat acak bagi seluruh unit *cross section*, metode *random effect* menggunakan residual yang diduga memiliki hubungan antar waktu dan antar objek.

**Tabel 6**  
***Random Effect Model (REM)***

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-65.29257	37.66939	-1.733306	0.0871
KI	0.275111	0.168649	1.631268	0.1070
FCF	1.773304	1.838939	0.964308	0.3379
IOS	14.72938	5.858248	2.514298	0.0140

Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.

Berdasarkan tabel di atas, model regresi data panel untuk *random effect model* dapat dirumuskan dengan persamaan  $y_{it} = -65.29257 + 0.275111x_1 + 1.773304x_2 + 14.72938x_3$ .

## 2. Pemilihan Model Regresi Data Panel

Pemilihan model regresi data panel bertujuan untuk memilih model mana yang paling tepat dengan tujuan penelitian. Dalam pemilihan model tersebut ada tiga tahapan uji yang dapat dijadikan alat dalam memilih model regresi data panel, yaitu uji *chow test*, uji *hausman test*, dan uji *lagrange multiplier test*. Perlu diperhatikan baik-baik, jika seandainya dalam pengujian

*chow test* memilih *fixed effect model*, maka langkah selanjutnya yaitu melakukan uji *hausman test* untuk menentukan apakah memilih *fixed effect model* atau *random effect model*. Namun, jika dalam pengujian *chow test* ternyata memilih *common effect model*, maka langkah selanjutnya yang harus dilakukan yaitu melakukan uji *lagrange multiplier test* untuk menentukan apakah memilih *common effect model* atau *random effect model*.

#### a. Uji Chow Test

Uji *chow test* bertujuan untuk menguji atau memilih model mana yang lebih baik antara *common effect model* atau *fixed effect model* yang akan digunakan untuk melakukan regresi data panel. Nilai signifikan dari uji *chow test* ini yaitu:

- 1) Bila nilai *probability F* dan *Chi square*  $> \alpha = 5\%$ , maka uji regresi data panel menggunakan *common effect model*.
- 2) Bila nilai *probability F* dan *Chi square*  $< \alpha = 5\%$ , maka uji regresi data panel menggunakan *fixed effect model*.

**Tabel 7**  
**Uji Chow Test**

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.342191	(19,57)	0.1947
Cross-section Chi-square	29.581346	19	0.0574

Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.

Berdasarkan hasil uji *chow test*, yaitu pada baris *cross-section chi-square* dari kolom *probability*, maka diperoleh nilai sebesar 0.0574 yang menandakan bahwa nilai *probability cross-section chi-square* tersebut lebih

besar dari tingkat signifikan yaitu 0.05 atau 5%. Maka model yang dipilih dari pengujian *chow test* yaitu *common effect model*.

Seperti yang dijelaskan dalam pemilihan model regresi data panel di atas, bahwa jika dalam uji *chow test* memilih *common effect model*, maka yang harus dilakukan adalah melakukan uji *lagrange multiplier test*.

**b. Uji Lagrange Multiplier Test**

Uji *lagrange multiplier test* dilakukan pada saat uji *chow test* memilih model regresi *common effect*. Pengujian ini bertujuan untuk menguji atau memilih model mana yang lebih baik antara *random effect model* atau *common effect model* yang akan digunakan untuk melakukan regresi data panel. Nilai signifikan dari uji *lagrange multiplier test* ini yaitu:

- 3) Bila nilai *cross section*  $> \alpha = 5\%$ , maka uji regresi data panel menggunakan *common effect model*.
- 4) Bila nilai *cross section*  $< \alpha = 5\%$ , maka uji regresi data panel menggunakan *random effect model*.

**Tabel 9**  
***Uji Lagrange Multiplier***

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.305324 (0.5806)	14.65820 (0.0001)	14.96353 (0.0001)
Honda	0.552561 (0.2903)	3.828603 (0.0001)	3.097951 (0.0010)
King-Wu	0.552561 (0.2903)	3.828603 (0.0001)	3.762046 (0.0001)
Standardized Honda	0.689877 (0.2451)	5.389541 (0.0000)	-0.116441
Standardized King-Wu	0.689877 (0.2451)	5.389541 (0.0000)	-- 1.949245 (0.0256)
Gourieriou, et al.*	--	--	14.96353
			(< 0.01)

*Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.*

Berdasarkan hasil uji *lagrange multiplier test*, yaitu pada baris *breusch-pagan* dari kolom *cross section*, maka diperoleh nilai sebesar 0.5806 yang menandakan bahwa tingkat signifikannya lebih besar 0.05 atau 5%. Sehingga, model yang dipilih dari pengujian *lagrange multiplier test* yaitu *common effect model*.

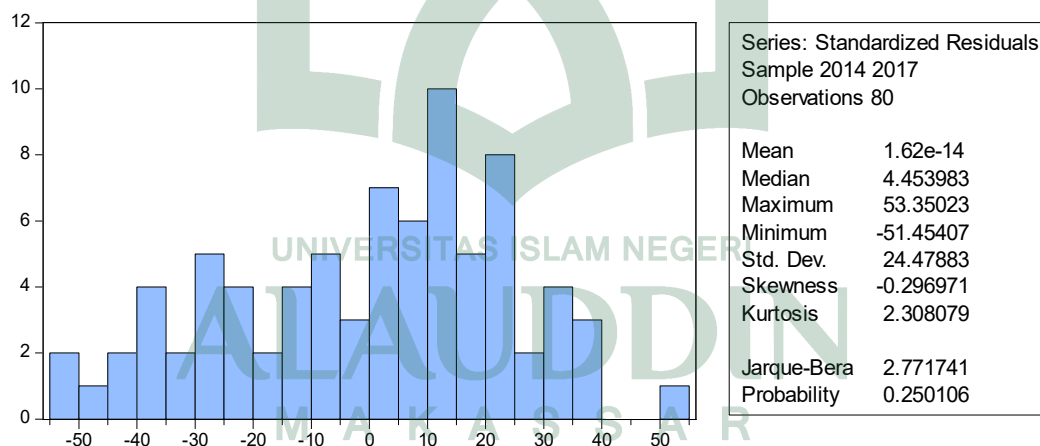
### 3. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik bertujuan untuk mengetahui apakah model yang digunakan dalam regresi benar-benar menunjukkan hubungan yang signifikan. Pengujian ini diharapkan agar model regresi yang terpilih bisa dipertanggungjawabkan. Ada empat asumsi dasar dalam pengujian tersebut yaitu uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heterokedastisitas dan uji autokorelasi.

### a. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui, apakah dalam model regresi variabel dependen dan independen memiliki distribusi normal atau mendekati normal, data terdistribusi normal apabila hasilnya menunjukkan nilai signifikan di atas  $\alpha = 5\%$  atau 0,05. Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan metode uji *jarque bera*, adalah salah satu uji normalitas dengan jenis *goodness of fit test* yang dimana mengukur *skewness* dan kurtosis sampel sesuai dengan distribusi normal. Pada uji *jarque bera* didasarkan pada kenyataan bahwa nilai *skewness* dan kurtosis dikatakan terdistribusi normal jika nilainya sama dengan nol.

**Gambar 2**  
**Uji Normalitas**



Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.

Dari hasil uji normalitas pada gambar diatas, dengan menggunakan uji Jarque-Bera, maka nilai JB sebesar 2.771741 dan nilai probabilitas sebesar 0.250106 dimana nilai tersebut  $> 5\%$  maka, hasil tersebut dapat dinyatakan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini terdistribusi normal, karena nilai dari probabilitas lebih besar dari tingkat signifikan yaitu 0,05.



### b. Uji Multikolienaritas

Uji multikolienaritas bertujuan untuk menguji, apakah model yang terpilih ditemukan ada atau tidaknya korelasi antar variabel independen. Dalam memprediksi uji multikolienaritas dapat dilihat dari nilai  $r$  nya, apabila nilai  $r$  kecil dari 0,8 maka tidak terdapat korelasi antara variabel bebas, sebaliknya apabila nilai  $r$  lebih besar 0,8 maka terdapat korelasi antara variabel bebas.

**Tabel 10**  
**Uji Multikolienaritas**

	KI	FCF	IOS
KI	1	0.022957836 45690961	0.314256952 3349214
FCF	0.022957836 45690961	1	0.020900486 63896035
IOS	0.314256952 3349214	0.020900486 63896035	1

*Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.*

Dari hasil uji multikolienaritas di atas, dapat menunjukkan bahwa nilai  $r$  nya lebih kecil dari 0,8, maka dapat disimpulkan bahwa data tersebut terbebas dari masalah multikolienaritas.

### c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan kepengamatan yang lain. Untuk mendeteksi adanya heterokedastisitas dapat dilakukan dengan uji glejser, yaitu mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dengan meregresi nilai absolut residual terhadap variabel independen. Pengambilan keputusan mengenai heterokedastisitas yaitu, apabila nilai

signifikan nya lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa model tersebut terbebas dari gejala heteroskedastisitas.

**Tabel 11**  
**Uji Heterokedastisitas**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.312380	21.20229	-0.014733	0.9883
KI	0.016851	0.094674	0.177992	0.8592
FCF	1.514358	1.030091	1.470121	0.1457
IOS	1.498218	3.297946	0.454288	0.6509

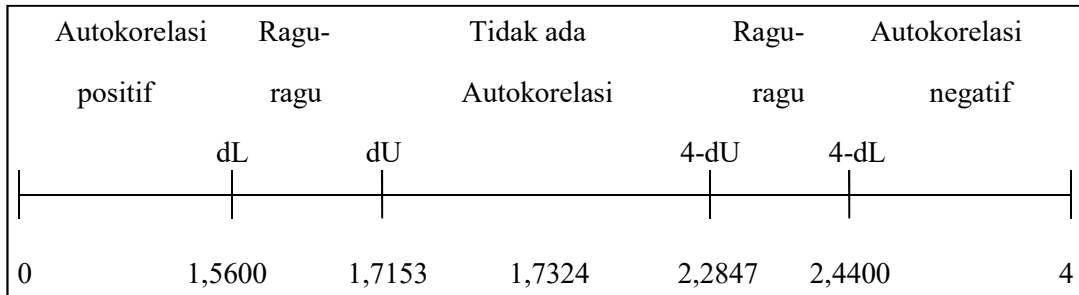
Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.

Dari hasil uji heterokedastisitas di atas, dapat dilihat dari nilai probabilitas nya yang lebih besar dari 0,05, yang menunjukkan bahwa nilai signifikannya lebih besar dari 5%, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah heterokedastisitas.

#### **d. Uji Autokorelasi**

Uji autokorelasi ini bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pengganggu pada periode  $t-1$ . Pada uji ini menggunakan uji *durbin watson*, yang merupakan uji untuk menilai adanya autokorelasi pada residual. Uji ini akan menghasilkan nilai *durbin watson* yang nantinya akan dibandingkan dengan dua nilai *durbin watson* tabel yaitu, *Durbin Uper* (DU) dan *Durbin Lower* (DL). Dikatakan tidak terdapat autokorelasi jika nilai DL lebih besar dari DU, dan  $(4-DL)$  lebih besar dari DU.

**Gambar 3**  
**Uji Autokorelasi**



*Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.*

Dari hasil uji autokorelasi di atas, dapat menunjukkan bahwa hasil perbandingan antara *durbin watson* pada model yang terpilih yaitu *common effect model* sebesar 1,7324 dengan grafik *durbin watson*, angka tersebut berada ditengah dU dan 4-dL, maka dapat disimpulkan bahwa data tersebut terbebas dari gejala autokorelasi.

#### 4. Uji Regresi Linear Berganda

Uji regresi linear berganda merupakan uji statistik yang dapat diuji dengan menggunakan beberapa jenis *softwer* statistik, salah satunya dengan menggunakan alat statistik yang disebut dengan *eviews*. Uji ini terdiri dari uji koefisien determinasi ( $R^2$ ), uji regresi secara simultan (Uji f), dan uji secara parsial (Uji t).

##### a. Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Uji koefisien determinasi bertujuan untuk mengukur seberapa seberapa besar variasi dari variabel dependen yang dapat diterangkan oleh variabel independen. Nilai dari koefisien determinasi ialah antara 0 hingga 1.

**Tabel 12**  
**Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )**

R-squared	0.151797
Adjusted R-squared	0.118315

*Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.*

Koefisien determinasi dari hasil model terbaik yaitu *common effect model* yang telah didapat sebesar 0.151797. hal ini berarti nilai dari koefisien determinasi sebesar 15,17% yang menunjukkan bahwa kombinasi variabel independen seperti kepemilikan institusional, arus kas bebas, dan *investment opportunity set* sebagai variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen, sedangkan sisanya sebesar 84,83% dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

**b. Uji Secara Simultan (Uji F)**

Uji regresi secara simultan pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan berpengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen, cara melakukan uji F yaitu apabila nilai signifikan dari probabilitas menunjukkan angka dibawah 0.05.

**Tabel 13**  
**Uji Secara Simultan (Uji F)**

F-statistic	4.533737
Prob(F-statistic)	0.005605

*Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.*

Dari hasil uji secara simultan menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebesar 0.0056005, yang artinya angka tersebut dibawah 0.05 atau lebih kecil

dari tingkat signifikansinya, maka dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

**c. Uji Secara Parsial (Uji t)**

Uji secara parsial dapat dilakukan dengan melihat nilai probabilitas. Apabila nilai probabilitas menunjukkan angka  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima atau terdapat pengaruh secara parsial, dan apabila nilai probabilitas menunjukkan angka  $> 0,05$ , maka  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak atau tidak ada pengaruh secara parsial.

**Tabel 14**  
**Uji Secara Parsial (Uji T)**

Variable	t-Statistic	Prob.
C	-1.754385	0.0834
KI	1.626757	0.1079
FCF	0.950302	0.3450
IOS	2.492272	0.0149

*Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.*

Dari hasil uji t pada tabel diatas menunjukkan bahwa pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen, secara individu dapat diuraikan sebagai berikut.

- 1) Berdasarkan hasil pengujian dari tabel diatas nilai dari probabilitas kepemilikan institusional sebesar 0.1079 yang lebih besar dari tingkat signifikan sebesar 0.05, ini menunjukkan bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen.

- 2) Berdasarkan hasil pengujian dari tabel diatas nilai dari probabilitas arus kas bebas sebesar 0.3450 yang lebih besar dari tingkat signifikan sebesar 0.05, ini menunjukkan bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara arus kas bebas dengan kebijakan dividen.
- 3) Berdasarkan hasil pengujian dari tabel diatas nilai dari probabilitas *investment opportunity set* sebesar 0.0149 yang lebih kecil dari tingkat signifikan sebesar 0.05, ini menunjukkan bahwa  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan dividen.

### C. Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan, maka dilakukan pembahasan terkait hasil dari analisis tersebut. Hasil dari analisis ini dapat memberikan gambaran yang jelas bagaimana pengaruh yang terjadi antar variabel dan objek dalam penelitian, adapun variabel penelitian yaitu kepemilikan institusional sebagai variabel X1, arus kas bebas sebagai variabel X3, *investment opportunity set* sebagai variabel X4, serta kebijakan dividen sebagai variabel Y.

Objek dalam penelitian ini, yaitu indeks *high dividend 20* yang terdapat di bursa efek indonesia. Indeks *high dividend 20* merupakan indeks yang membagikan dividen tunai selama 3 tahun terakhir dan memiliki *dividend yield* yang tinggi. Bursa Efek Indonesia (BEI) mengevaluasi mayor pengisi indeks guna menetapkan daftar saham dan menyesuaikan bobot atas saham-saham yang digunakan dalam perhitungan indeks *high dividend 20*. Berdasarkan variabel terikat

dalam penelitian ini yaitu dividen yang berkaitan dengan objek yang diteliti, dalam hal ini adalah indeks *high dividend 20* yang terdaftar di bursa efek indonesia.

**1. Kepemilikan Institusional ( $X_1$ ), Arus Kas Bebas ( $X_2$ ), *Investment Opportunity Set* ( $X_3$ ), Terhadap Kebijakan Dividen ( $Y$ ).**

Berdasarkan hasil uji F menunjukkan bahwa, kepemilikan institusional, arus kas bebas, dan *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *idx high dividend 20*. Hal ini menunjukkan bahwa KI, FCF, dan IOS mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap DPR *idx high dividend 20*. Kebijakan pembagian dividen merupakan keputusan besarnya porsi laba yang telah disesuaikan dengan posisi kas perusahaan untuk dibagikan kepada pemegang saham.

Kebijakan dividen tersebut dapat dipengaruhi dengan kepemilikan institusional, arus kas bebas, dan *investment opportunity set*. Berdasarkan hasil yang dikemukakan pada paragraf diatas kebijakan pembagian dividen harus memperhatikan kepemilikan institusional, arus kas bebas, dan *investment opportunity set* karena ketiga variabel tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil dalam penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fury dan Dina (2012) yang menemukan bahwa kepemilikan Institusional, *investment opportunity set*, dan, arus kas bebas berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan dividen.

## 2. Pengaruh Kepemilikan Institusional ( $X_1$ ) terhadap Kebijakan Dividen (Y)

Hasil pengujian pada hipotesis kedua, menunjukkan bahwa kepemilikan institusional bernilai lebih besar dari tingkat signifikansi, hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional sebagai variabel independen berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen ditolak.

Kepemilikan institusional perusahaan pada dasarnya menunjukkan tingkat pengawasan terhadap manajemen perusahaan. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, hasil ini menandakan bahwa pengaruh kepemilikan institusional belum dapat meningkatkan nilai dari kebijakan pembagian dividen. Besar kecilnya proporsi kepemilikan saham oleh institusi tidak berpengaruh pada jumlah dividen yang dibagikan. Karena, dalam indeks *IDX high dividend* 20 tersebut dipilih berdasarkan imbal hasil dividen sesuai dengan kriteria dalam likuiditas serta kapitalisasi pasar yang tinggi.

Diduga bahwa kepemilikan institusional pada perusahaan yang terdaftar di *IDX high dividend* 20 di Indonesia tidak mempengaruhi pada kebijakan dividen yang dibagikan. Karena, perusahaan tersebut lebih menyukai untuk menginvestasikan kembali labanya dari pada membayarkan sebagian besar labanya untuk dividen. Sehingga, proporsi saham yang dimiliki oleh institusi tersebut tidak mempengaruhi pada pembayaran kebijakan dividen yang



dilakukan oleh perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Jayanti dan Puspitasari (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil dari penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Djumahir (2009) yang menemukan hasil bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan hasil penelitian lain yang dilakukan oleh Tandelilin dan Wilberforce (2002), yang menemukan hasil bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

### **3. Pengaruh Arus Kas Bebas ( $X_2$ ) Terhadap Kebijakan Dividen (Y)**

Hasil pengujian pada hipotesis ketiga, menunjukkan bahwa arus kas bebas bernilai lebih besar dari tingkat signifikansi, hal ini menunjukkan bahwa arus kas bebas sebagai variabel independen berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil Dengan demikian hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen ditolak.

Arus kas bebas merupakan kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen, hasil ini menandakan bahwa besar kecilnya arus kas bebas tidak mempengaruhi tinggi rendahnya pembagian dividen. Diduga bahwa manajer pada perusahaan yang terdaftar di *IDX high dividend 20* lebih menyukai untuk mengalokasikan kembali dananya dalam perusahaan tersebut. Menurut Jensen (1986) manajer

akan memilih dana tersebut untuk diinvestasikan lagi kepada proyek–proyek yang dapat menghasilkan keuntungan karena mampu meningkatkan insentif yang diterimannya.

Apabila perusahaan menginginkan untuk memaksimumkan kekayaan pemegang saham dengan membagikan dividen, sementara kondisi arus kas bebas tidak memungkinkan untuk membagikan dividen, maka perusahaan dapat menggunakan pendanaan dari pihak eksternal. Sesuai dengan konsep *pecking order theory* yang mengemukakan, bahwa perusahaan cenderung mengutamakan pendanaan dari pihak internal guna membayar dividen, tetapi bila kebutuhan dana kurang maka dapat menggunakan dana dari pihak eksternal sebagai tambahannya (Arlaha, 2009)

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Endang dan Minayah (2005) yang menemukan bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan hasil penelitian lain yang dilakukan oleh Nurdiana (2007), yang menemukan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

#### 4. Pengaruh *Investment Opportunity Set* (X<sub>3</sub>) terhadap Kebijakan Dividen (Y)

Hasil pengujian pada hipotesis keempat, menunjukkan bahwa *investment opportunity set* bernilai lebih kecil dari tingkat signifikansi, hal ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* sebagai variabel independen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di IDX *high dividend* 20. Dengan demikian hipotesis

keempat yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen diterima.

*Investment opportunity set* (IOS), menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, hasil ini menandakan bahwa peningkatan kesempatan investasi pada perusahaan yang terdaftar di IDX *high dividend 20* akan memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga investor tersebut akan menginvestasikan dananya di perusahaan tersebut. Investor mengharapkan manfaat dari investasinya dalam bentuk dividen. Karena dividen yang dibagikan tinggi, maka investor akan menambahkan sahamnya di perusahaan tersebut, sehingga akan menaikkan nilai perusahaan (Fistyarini, 2015).

Penelitian ini sesuai dengan penelitian Sunarto (2004) yang menyatakan bahwa kesempatan investasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen tunai dan penelitian yang dilakukan Ulfah (2016) yang juga menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

## BAB V

### PENUTUP

#### A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dengan menggunakan *eviews*, maka diperoleh model terbaik yaitu *common effect model* dengan persamaan  $y_{it} = -68.39082 + 0.283167x_1 + 1.799813x_2 + 15.11225x_3$ . Hasil penelitian telah dilakukan di bab IV mengenai pengaruh kepemilikan institusional, arus kas bebas, *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *idx high dividend 20*, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil analisis data dengan menggunakan model terpilih yaitu *common effect model*, menemukan bahwa kepemilikan institusional, arus kas bebas, *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan dividen. Maka dari itu ( $H_1$ ) diterima.
2. Berdasarkan hasil analisis data menggunakan model terpilih yaitu *common effect model*, menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Maka dari itu hipotesis ( $H_2$ ) ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan institusional belum dapat meningkatkan nilai dari kebijakan pembagian dividen.
3. Berdasarkan hasil analisis data menggunakan model terpilih yaitu *common effect model*, menemukan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Maka dari itu hipotesis ( $H_3$ ) ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya arus kas bebas tidak mempengaruhi tinggi rendahnya pembagian dividen.

4. Berdasarkan hasil analisis data menggunakan model terpilih yaitu *common effect model*, menemukan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Maka dari itu hipotesis (H<sub>4</sub>) diterima. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kesempatan investasi akan menyebabkan dividen yang dibagikan tinggi.

## B. Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan dalam penelitian ini, maka beberapa saran yang dapat dijadikan sebagai pertimbangan sebagai berikut:

1. Untuk peneliti selanjutnya diharapkan agar dapat menggunakan indeks lain yang ada di bursa efek indonesia (BEI) atau perusahaan selain indeks yang ada di BEI.
2. Periode pengamatan yang digunakan diharapkan lebih dari empat tahun agar memperoleh hasil penelitian yang lebih tepat dan akurat dalam mencerminkan kepemilikan institusional, arus kas bebas, *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen.
3. Peneliti juga diharapkan mampu menemukan variabel yang dominan dari kepemilikan institusional, arus kas bebas, dan *investment opportunity set* yang mempengaruhi profitabilitas.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Tim dan Goyal. Vidhan. K. “*The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables: Theory and Evidence*” *Journal Economics*, 2003.
- Amidu, M. “*How Does Dividend Policy Effect Performance Of The Firm On Ghana Stock Exchange*”. *Investment Management and Financial Innovations*, 2007.
- Arum. “Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Perusahaan Laba Pada Perbankan Syariah Di Indonesia”. *Jurnal. Universitas Muhammadiyah Surakarta*, 2013.
- Aruoriwo M. Chijoke- Mgbame. “*Dividend Policy and Share Price Volatility: UK Evidence, The Journal Of Risk Finance*”, 2011.
- Brigham & Houston, *Essentials of Financial Management*, Salemba Empat, Jakarta. Dandri,P,T, Pengaruh *Investment Opportunity Set Dan Struktur Modal Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Farmasi Di Bursa Efek Indonesia*, Tesis, Magister Manajemen Universitas Udayana, 2010.
- Christian, Ivan. “Reaksi Investor atas Pengumuman Dividen Terhadap *Abnormal Return* dan Volume Perdagangan Saham”. Tesis. Magister Manajemen, Universitas Widyatama. 2004.
- Crutchley, C. E., Jensen, M. R. H., Jahera, J. S., Raymond, Jr dan Jennie E.. “*Agency Problems and The Simultaneity Of Financial Decision Making The Role Of Institutional Ownership*”. *Internasional Riview OF Financial Analysis*, 1999.
- Darmadji. Pasar Modal di Indonesia: “Pendekatan Tanya Jawab”, Salemba Empat, Jakarta, 2001.
- Dewi Sisca, “Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen”, *Jurnal Bisnis dan akuntansi*, 2008.
- Djumahir, “Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup, dan Regulasi Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. 2009.
- Endang dan Minayah. “Pengaruh *Insider Ownership, Dispersi Of Ownerhip, Free Cash Flow, Collaterizable Assets* dan Tingkat Pertumbuhan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. 2003.
- Ferdinand, A. “Metode Penelitian Manajemen”. Edisi 2. Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang. 2006.
- Fistyarini, “pengaruh profitabilitas, kesempatan investasi, dan leverage terhadap kebijakan dividen, 2015.

- Fury, K dan Dina, Hidayat. "Pengaruh Keputusan Institusional, Set Kesempatan Investasi, dan Arus Kas Terhadap Hutang". Jurnal Media Riset Akutansi, 2012.
- Gede dan Ketut, "Pengaruh Kepemilikan Institusional, *Investment Opportunity Set* dan *Profitabilitas* Pada Kebijakan Dividen, Jurnal Akutansi, 2016.
- Gordon dan Lintner. "*Distributio Of Incomes Of Corporations Among Dividends, Retained Earnings And Taxes*". *The American Economic Riview*. 1956.
- Harahap. "Kerangka Teori dan Tujuan Akutansi Syariah". Jurnal. Jakarta, 2008.
- Hartono, J. "Pengujian Efesiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan". Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, 2003.
- Hasnawati. "Implikasi Keputusan Investasi Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di BEJ". Jurnal Ekonomi, 2005.
- Indahningrum dan Ratih, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Deviden, Pertumbuhan Perusahaan, *Free cash flow* dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, *Journal Of busines*, 2009.
- Ismiyanti dan Hanafi. "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen". Jurnal Akutansi, 2003.
- Jensen dan Meckling. *Theory Of The Firm: Managerial Bahavior, Agency Cost and Ownership Structure*, *Journal Of Financial Economics*, 1976.
- Jensen, G. R. "*Simultaneous Determination Of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policy*". *Journal Of Financial and Quantitative analysis*, 1992.
- Kallapur, S dan M. A Trombley. "*The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth*". *Journal Of Business Finance and accounting*, 1999.
- Karinaputri, N. "Analisis Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, *Profitabilitas*, Pertumbuhan Perusahaan, Terhadap Kebijakan Hutang". Jurnal Ekonomi dan Bisnis, 2012.
- Listyani. "Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institusional". Jurnal Maksi, 2003.
- Litzenberger, R. H dan Ramaswamy, K. "*The Effect Of Personal Taxes and Dividends On Capital Asset Pices Theory and Empirical Evidence*". *Journal Of Financial Economic*, 1979.

- Metha dan Barbara Gunawan.”Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi”. Jurnal Akutansi dan Keuangan, 2011.
- Modigliani dan Miller,” *Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests*”, *International Review Of Financial Analysis*, 2002.
- Munir dan Djalaluddin. “Doktrin Reformasi Ekonomi Dalam Al-Qur’an”. Malang: UIN Malang Press, 2006.
- Murhadi, W. “ Pengaruh Tahapan Daur Hidup Perusahaan, *Good Corporate Governance*, Set Kesempatan Investasi, Aliran Kas Bebas, dan Struktur kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan”. Jurnal Ekonomi dan Bisnis, 2008.
- Myers, S. C. “*The Determinant Of Coporate Borrowing*”. *Jurnal of financial economics*, 1977.
- Nurdiana, N. “Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, dan *Return On Asset* terhadap Kebijakan Dividen”. Jurnal Ekonomi, 2007.
- Nurmala. “Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham Perusahaan pada Perusahaan Otomotif di Bursa Efek Jakarta”, Jurnal Mandiri, 2006.
- Partington. “*Dividend Policy: Case Study Australian Capital Market*”. *Journal Of Finance*, 1989.
- Pozen, R. C. “*Institusional Investors: The Reluctant Activits*”. *Harvard Business Riview*, 1994.
- Puspita. “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Yang Terdaftar di BEI”, Jurnal, Universitas di Ponegoro, 2009.
- Putri dan Nasir. “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, *Leverage*, *Investment Opportunity set* dan Pada Kebijakan Dividen, Jurnal Akutansi”, 2009.
- Rahmandia. “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Harga Saham Perusahaan di Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar di BEI”. Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya, 2013.
- Rahmawati Tri. ”Pengaruh *Insder Ownership*, *Institusional Ownwership*, *Dispersion Of Ownership*, Tingat Pertubuhan Perusahaan, dan Risiko Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen, Jurnal Akutansi, 2012.
- Raisa Fitri, “Pengaruh Kebijakan Dividen, *Laverage*, Perusahaan dan *Profitabilitas* terhadap *Return Saham*”. Jurnal2006.



- Richardarson. *"Information Asymetry and Earnings Management: Some Evidence"*. *Review Of Quantitative*, 2005.
- Rika Dwi Ayu Parmitasari, *"Ownership Structure, Financial Decision, and Their Impact On Firm Value: Jakarta Islamic Index"*, *Serial Publication. Man In India*, 2011.
- Rosdini, D. *"Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio"*. *Working Paper in Accounting and Finance*, 2009
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., dan Bradford, D. Jordan. *"Fundamentals Of Corporate Finance"* Irwin McGraw-Hill, Boston, Fifth Editon, 2000.
- Sartono, Agus. *"Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi"*. Yogyakarta: BDFE, 2001.
- Scott. *"Financial Accounting Theory"*. USA: *Prentice-Hall*", 2000.
- Shleifer, A dan R.Vishny. *"Large Shareholders and Corporate Control"*. *Journal Of Politicas Economic*, 1986.
- Saxena. *"Determinant Of Dividend Policy: Regulated Versus Unregulated Firms"*. *The Journal Of Finance*, 1999.
- Sugiyono, *"Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan"*. *Jurnal*, 2007.
- Suharli, *"Studi Empiris Mengenai Pengaruh Profitabilitas, Lverage, Dan Harga Saham Terhadap Jumlah Dividen Tunai"*. *Jurnal maks*i, 2007.
- Sujoko dan Soebiantoro. *"Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan"*. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 2007.
- Sullivan, Arthur. *Economics: Principles in action*. Upper Saddle River, New Jersey Parameter, 2003.
- Sutrisno. *"Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Publik Diindonesia"*. *Jurnal TEMA*, 2001.
- Tandelilin, E dan wilberforce, T. *"Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict"*. *Gadjah Mada Internasional Journal Of Business*, 2002.
- Tarmizi dan Agnes, *"pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, free cash flow, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen*, 2016.

Ulfah, Azmiah. “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen dan Dampak Kebijakan Dividen Terhadap Struktur Modal Bank BUMN Periode 2005-2015”. Jurnal. 2016.

Wahyudi, Untung dan Hartini P. Pawestri. “Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening”. Simposium Nasional Akutansi, 2006.

Wiagustini, N., dan Badjra, B. “Variabel-Variabel Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen Serta Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur di BEI”. Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan, 2012.

Wirjolukito, A. Yanto, H. dan Sandy. “Faktor-Faktor Yang Merupakan Pertimbangan Dalam Keputusan Pembagian Dividen: Tinjauan Terhadap Teori Persinyalan Dividen Pada Perusahaan *Go Public* Di Indonesia”. Jurnal Ekonomi dan Bisnis, 2003.

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)



## Lampiran-Lampiran

### 1. Data Penelitian

Nama Perusahaan		KI	FCF	IOS	DPR
1. Adaro Energy Tbk.	2014	43.91	5.73	5.91	43.72
	2015	43.91	5.65	5.55	49.89
	2016	43.91	5.78	6.03	30.16
	2017	43.91	5.84	6.15	51.73
2. Astra Internasional Tbk.	2014	50.11	5.79	6.40	45.59
	2015	50.11	6.67	6.28	49.54
	2016	50.11	6.20	6.38	44.87
	2017	50.11	5.26	6.34	11.79
3. Bank Central Asia Tbk.	2014	47.15	7.20	6.61	29.61
	2015	47.15	7.50	6.56	7.53
	2016	47.15	7.98	6.53	8.38
	2017	59.94	7.91	6.64	11.71
4. Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk.	2014	60.00	5.78	6.27	25.00
	2015	60.00	7.26	6.07	25.20
	2016	60.00	6.96	6.06	35.00
	2017	60.00	7.47	6.24	35.00
5. Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.	2014	45.00	7.85	6.46	30.00
	2015	45.00	7.57	6.39	30.27
	2016	35.00	7.25	6.29	40.36
	2017	35.00	7.50	6.43	60.00
6. BPD Jawa Barat dan Banten Tbk	2014	75.00	6.04	6.00	62.20
	2015	75.00	6.74	5.97	59.71
	2016	75.00	6.78	6.53	74.75
	2017	75.00	6.39	6.34	55.00
7. BPD Jawa Timur Tbk.	2014	51.46	6.15	6.05	66.50
	2015	51.46	6.49	6.01	72.52
	2016	51.37	6.04	6.07	63.43
	2017	51.27	6.82	6.17	56.04
8. Bank Mandiri (Persero) Tbk.	2014	60.00	7.28	6.38	25.00
	2015	60.00	6.96	6.25	30.00
	2016	60.00	7.60	6.24	45.00
	2017	60.00	6.50	6.35	45.00
9. Puradelta Lestari Tbk.	2014	45.97	11.84	6.21	81.00
	2015	41.37	11.96	6.16	81.02
	2016	57.28	11.80	6.18	95.44
	2017	53.87	11.87	6.14	99.90
10. Gudang Garam Tbk.	2014	75.55	6.54	6.55	28.67
	2015	75.55	5.44	6.44	77.73
	2016	75.55	6.66	6.49	74.92
	2017	75.55	6.68	6.59	75.00

<b>11. H.M. Sampoerna Tbk.</b>	<b>2014</b>	<b>98.18</b>	<b>6.98</b>	<b>7.35</b>	<b>86.45</b>
	<b>2015</b>	<b>92.50</b>	<b>6.45</b>	<b>7.14</b>	<b>99.89</b>
	<b>2016</b>	<b>92.50</b>	<b>7.11</b>	<b>7.12</b>	<b>99.20</b>
	<b>2017</b>	<b>92.50</b>	<b>7.17</b>	<b>7.27</b>	<b>98.20</b>
<b>12. Indofood Sukses Makmur Tbk.</b>	<b>2014</b>	<b>50.07</b>	<b>6.66</b>	<b>6.16</b>	<b>49.72</b>
	<b>2015</b>	<b>50.07</b>	<b>5.83</b>	<b>6.02</b>	<b>49.70</b>
	<b>2016</b>	<b>50.07</b>	<b>6.64</b>	<b>6.20</b>	<b>49.79</b>
	<b>2017</b>	<b>50.07</b>	<b>5.17</b>	<b>6.17</b>	<b>50.00</b>
<b>13. Indocement Tungal Prakarsa Tbk.</b>	<b>2014</b>	<b>51.00</b>	<b>6.28</b>	<b>6.57</b>	<b>94.29</b>
	<b>2015</b>	<b>51.00</b>	<b>6.38</b>	<b>6.54</b>	<b>35.07</b>
	<b>2016</b>	<b>51.00</b>	<b>6.42</b>	<b>6.34</b>	<b>88.36</b>
	<b>2017</b>	<b>51.00</b>	<b>6.30</b>	<b>6.52</b>	<b>61.18</b>
<b>14. Indo Tambangraya Megah Tbk.</b>	<b>2014</b>	<b>65.04</b>	<b>5.19</b>	<b>6.19</b>	<b>79.19</b>
	<b>2015</b>	<b>65.14</b>	<b>5.23</b>	<b>5.72</b>	<b>99.26</b>
	<b>2016</b>	<b>65.14</b>	<b>5.09</b>	<b>6.19</b>	<b>27.94</b>
	<b>2017</b>	<b>65.14</b>	<b>5.43</b>	<b>6.41</b>	<b>84.35</b>
<b>15. Matahari Department Store Tbk.</b>	<b>2014</b>	<b>20.48</b>	<b>6.25</b>	<b>6.39</b>	<b>70.00</b>
	<b>2015</b>	<b>20.48</b>	<b>6.34</b>	<b>7.67</b>	<b>70.01</b>
	<b>2016</b>	<b>17.48</b>	<b>6.39</b>	<b>7.38</b>	<b>70.01</b>
	<b>2017</b>	<b>17.48</b>	<b>6.34</b>	<b>7.14</b>	<b>77.00</b>
<b>16. Mitra Pinasthika Mustika Tbk.</b>	<b>2014</b>	<b>47.62</b>	<b>5.58</b>	<b>5.83</b>	<b>6.41</b>
	<b>2015</b>	<b>47.62</b>	<b>5.94</b>	<b>5.61</b>	<b>26.63</b>
	<b>2016</b>	<b>48.62</b>	<b>5.26</b>	<b>5.81</b>	<b>12.37</b>
	<b>2017</b>	<b>48.62</b>	<b>5.59</b>	<b>5.86</b>	<b>29.06</b>
<b>17. Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk.</b>	<b>2014</b>	<b>41.00</b>	<b>5.50</b>	<b>6.54</b>	<b>86.71</b>
	<b>2015</b>	<b>41.00</b>	<b>5.55</b>	<b>6.50</b>	<b>85.72</b>
	<b>2016</b>	<b>81.60</b>	<b>5.60</b>	<b>6.45</b>	<b>81.16</b>
	<b>2017</b>	<b>81.60</b>	<b>5.71</b>	<b>6.53</b>	<b>81.00</b>
<b>18. Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.</b>	<b>2014</b>	<b>52.56</b>	<b>4.11</b>	<b>6.53</b>	<b>59.70</b>
	<b>2015</b>	<b>52.55</b>	<b>4.23</b>	<b>6.53</b>	<b>61.59</b>
	<b>2016</b>	<b>52.09</b>	<b>4.31</b>	<b>6.58</b>	<b>90.82</b>
	<b>2017</b>	<b>52.09</b>	<b>4.23</b>	<b>6.56</b>	<b>75.00</b>
<b>19. United Tractors Tbk.</b>	<b>2014</b>	<b>59.50</b>	<b>6.82</b>	<b>6.22</b>	<b>64.95</b>
	<b>2015</b>	<b>59.50</b>	<b>6.99</b>	<b>6.21</b>	<b>66.89</b>
	<b>2016</b>	<b>59.50</b>	<b>6.87</b>	<b>6.27</b>	<b>10.66</b>
	<b>2017</b>	<b>59.50</b>	<b>6.74</b>	<b>6.48</b>	<b>49.08</b>
<b>20. Unilever Indonesia Tbk.</b>	<b>2014</b>	<b>85.00</b>	<b>6.73</b>	<b>7.73</b>	<b>44.67</b>
	<b>2015</b>	<b>85.00</b>	<b>6.68</b>	<b>7.77</b>	<b>99.88</b>
	<b>2016</b>	<b>85.00</b>	<b>6.69</b>	<b>7.80</b>	<b>99.69</b>
	<b>2017</b>	<b>85.00</b>	<b>6.74</b>	<b>7.81</b>	<b>44.66</b>

*Sumber: Lampiran Data Olah*

## Output Eviews

### 1. Estimasi Model Regresi Data Panel

#### a. Common Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-68.39082	38.98279	-1.754385	0.0834
KI	0.283167	0.174068	1.626757	0.1079
FCF	1.799813	1.893938	0.950302	0.3450
IOS	15.11225	6.063643	2.492272	0.0149

Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.

#### b. Fixed Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-21.85740	40.99278	-0.533201	0.5960
KI	0.138549	0.193100	0.717499	0.4760
FCF	1.237740	2.166248	0.571375	0.5700
IOS	9.739234	6.375951	1.527495	0.1322

Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.

#### c. Random Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-65.29257	37.66939	-1.733306	0.0871
KI	0.275111	0.168649	1.631268	0.1070
FCF	1.773304	1.838939	0.964308	0.3379
IOS	14.72938	5.858248	2.514298	0.0140

Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.

### 2. Pemilihan Model Regresi Data Panel

#### a. Uji Chow Test

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.342191	(19,57)	0.1947
Cross-section Chi-square	29.581346	19	0.0574

Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.

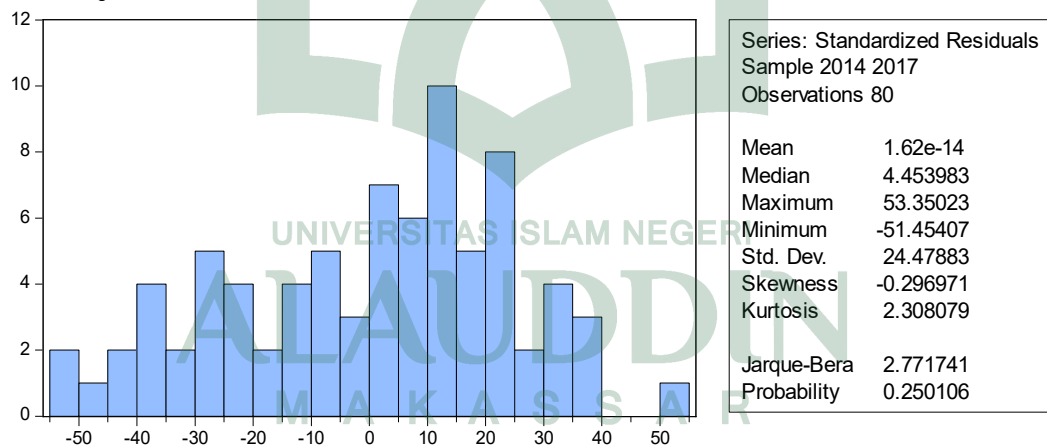
### b. Uji Lagrange Multiplier Test

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.305324 (0.5806)	14.65820 (0.0001)	14.96353 (0.0001)
Honda	0.552561 (0.2903)	3.828603 (0.0001)	3.097951 (0.0010)
King-Wu	0.552561 (0.2903)	3.828603 (0.0001)	3.762046 (0.0001)
Standardized Honda	0.689877 (0.2451)	5.389541 (0.0000)	-0.116441
Standardized King-Wu	0.689877 (0.2451)	5.389541 (0.0000)	-- 1.949245 (0.0256)
Gourieriou, et al.*	--	--	14.96353 (< 0.01)

Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.

### 3. Uji Asumsi Klasik

#### a. Uji Normalitas



Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.

**b. Uji Multikolienaritas**

	KI	FCF	IOS
KI	1	0.022957836 45690961	0.314256952 3349214
FCF	0.022957836 45690961	1	0.020900486 63896035
IOS	0.314256952 3349214	0.020900486 63896035	1

*Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.*

**c. Uji Heterokedastisitas**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.312380	21.20229	-0.014733	0.9883
KI	0.016851	0.094674	0.177992	0.8592
FCF	1.514358	1.030091	1.470121	0.1457
IOS	1.498218	3.297946	0.454288	0.6509

*Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.*

**d. Uji Autokorelasi**



*Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.*

**4. Uji Regresi Linear Berganda**

**a. Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )**

R-squared	0.151797
Adjusted R-squared	0.118315

*Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.*

**b. Uji Regresi Secara Simultan (Uji F)**

F-statistic	4.533737
Prob(F-statistic)	0.005605

*Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.*

**c. Uji Secara Parsial (Uji T)**

Variable	t-Statistic	Prob.
C	-1.754385	0.0834
KI	1.626757	0.1079
FCF	0.950302	0.3450
IOS	2.492272	0.0149

*Sumber: Lampiran Output Eviews 9, 2019.*







## DAFTAR RIWAT HIDUP

Penulis bernama Dewi Putriani Nur lahir di Ujung Pandang, pada tanggal 27 Agustus 1996. Penulis merupakan anak pertama dari tiga bersaudara, Putri dari pasangan Muh. Nasril Nur dan Nuryani Aras.

Penulis berasal dari Bulukumba, Kecamatan Bulukumpa, Kabupaten Bulukumba, Provinsi Sulawesi Selatan. Penulis menempuh pendidikan formal di SD Negeri 58 Tanete, Kecamatan Bulukumpa Kabupaten Bulukumba dan lulus pada tahun 2008. Kemudian melanjutkan pendidikan Sekolah Menengah Pertama (SMP) di MTs Negeri 410 Tanete, Kecamatan Bulukumpa, Kabupaten Bulukumba dan lulus pada tahun 2011. Setelah itu, penulis melanjutkan pendidikan Sekolah Menengah Atas (SMA) di SMA Negeri 2 Bulukumba, Kecamatan Bulukumpa, Kabupaten Bulukumba dan lulus pada tahun 2014. Setelah lulus penulis kemudian melanjutkan pendidikan pada perguruan tinggi, yaitu di Universitas Islam Negeri (UIN) Alauddin Makassar, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Jurusan Manajemen, Konsentrasi Manajemen Keuangan.